Die Organisationsformen der Effektenbörsen in der Schweiz. Staat und Genossenschaft.

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Würde eines Doktors
der Staatswissenschaften
der Hohen Juristischen Fakultät der Universität Bern

vorgelegt von

Alfred Stahl
aus Dresden

Universitätsverlag von Robert Noske in Borna-Leipzig
1928

Referent: Professor Dr. Fehr

Tag der mündlichen Prüfung: 9. Juli 1925

Meinen lieben Eltern!

Inhalt

Seite

Einleitung.

§ 1. Die Organisationsformen der Börsen 1
§ 2. Die Vorbilder der Schweizerbörsen 2
A. Die Londoner Börse 3
B. Die Pariser Börse 4
C. Die Berliner Börse 5

I. Entwicklungsskizze der schweizerischen Effektenbörsen und ihrer Gesetzgebung.

§ 3. Die Genfer Börse 7
§ 4. Die Basler Börse 10
§ 5. Die Zürcher Börse 11
§ 6. Der Bund und die Börsen 13
§ 7. Die börsenähnlichen Vereinigungen 14

II. Die Börsenreformen.

§ 8. Die Gründe für die Börsenreformen 16
A. Rechtspolitische Gründe 16
B. Finanzpolitische Gründe 18
C. Staatspolitische Gründe 19
§ 9. Die neue Rechtslage 20

III. Staat und Genossenschaft.

Abschnitt A. Die Staatshoheit.

§ 10. Normen und Organe 25
§ 11. Die Börsenkommissariate 27
§ 12. Die Börsenkommissionen 31
§ 13. Die obersten Leitungen 33

Abschnitt B. Die genossenschaftliche Selbstverwaltung.

§ 14. Die effektive Sonderstellung der Börsenkorporationen 34
§ 15. Die „Société des Agents de Change de Genève“ 36
§ 16. Die „Basler Börsenkammer“ 43
§ 17. Der „Effektenbörsenverein Zürich“ 46

Abschnitt C. Die Normativregelung der inneren Börsenorganisation.

§ 18. Reglemente und Usancen 51

Seite

IV. Die Börseneinrichtungen.

§ 19. Die Zulassungsstelle 55
§ 20. Die Kursfeststellung 66
§ 21. Das Schiedsgericht 68

V. Börsenherrschaft der Banken?

§ 22. Die Konzentration im schweizerischen Bankwesen und ihre Einwirkungen auf die Börsen 73
§ 23. Staatliche Regelung oder Privatinitiative? 78

Literatur und Quellen

W. Bleuler, Die Organisation der Zürcher Effektenbörse und der Entwurf zum neuen Börsengesetze. Zürich 1911.

A. Bordier, Notice sur la société des agents de change de Genève. Genève 1913.

Börsenreform, Zur Frage der. Drei Gutachten, erstattet an das Eidg. Justiz- und Polizeidepartement. Bern 1895.

G. Cohn in der Zeitschrift f. d. ges. Handelsrecht Bd. 52 S. 257 ff.

Cramer-Frey, Gutachten über die Motion Blumer. Zürich 1882.

Ehrenberg, Artikel „Börsenwesen" im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Jena 1909, Bd. III.

Friedberg, Artikel „Börsensteuer" ebenda.

F. Fuchs, Beiträge zur Geschichte der Zürcher Effektenbörse (1882—1891). Zürich 1913.

H. Göppert, Über das Börsentermingeschäft in Wertpapieren. Berlin 1914.

J. Henggeler, Beiträge zur Lehre vom Börsenstrafrecht. Diss. Zürich 1909.

O. Juzi, Von den Prämiengeschäften der Effektenbörse. Zürich 1912.

Kocher, Artikel „Börsenwesen" in Reichesbergs Handwörterbuch der schweiz. Volkswirtschaft, Bern 1903, Bd. I.

H. Kurz, Die Großbanken im schweiz. Wirtschaftsleben. Schweizer Zeitfragen Heft 56.

— Kapitalanlagen im Ausland. In Raubers Jahrbuch Bd. 3, 1912.

V. Läpple, Das schweizerische Emissionsgeschäft. Innsbruck 1923.

J. Landmann, Die Banken in der Schweiz. Im Handwb. d. Staatswiss., Jena 1923.

H. Leutenegger, Das Anleihe-Emissionsgeschäft der schweiz. Banken. Diss. Zürich 1924.

R. Lüscher-Burckhardt, Die schweizerischen Börsen. Zürich 1914.

A. Mayor, Le développement des Bourses en valeurs mobilières de la Suisse Française. In Schweiz. Handelswiss. Zeitschr., S.-A. Zürich 1914.

A. Maag, Die Entwicklung und Organisation der schweiz. Effektenbörsen. Diss. Bern 1915.

A. Meyer, Die Kapitalanlage. Zürich 1912.

— Die Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens. In Zeitschr. f. Schweiz. Statistik u. Volkswirtschaft 1916.

G. Obst, Geld-, Bank-, Börsenwesen. Stuttgart 1920.

G. Paillard, Les grands marchés financiers. Genève 1924.

Pfleger, Artikel „Börsenrecht" im Handwb. d. Staatswiss., Jena 1909, Bd. III.

O. Pisko, Artikel „Märkte, Messen und Börsen" in Ehrenbergs Handbuch des Handelsrechts Bd. II Kap. I Abschn. 3.

N. Plucer-Sarna, Die Konzentration im schweiz. Bankwesen. Diss. Zürich 1911.

H. Rehm u. a., Kommentar zum Börsengesetz. Berlin 1909.

M. Rudolf, Das Recht der Börsenagenten in Frankreich und der Schweiz. Diss. Zürich 1913.

Saling I, Die Börse und die Börsengeschäfte. Berlin 1913.
F. Schmidt, Die Effektenbörse und ihre Geschäfte. Leipzig 1922.
O. S. Vogt, Zur Industriepolitik der schweiz. Großbanken. Weinfelden 1922.
E. Walder-Heene, Die schweizerischen Kapitalinteressen im In- und Auslande und ihr Schutz. St. Gallen 1918.
Max Weber, Die Ergebnisse der deutschen Börsenenquête. In Zeitschr. f. d. ges. Handelsrecht Bd. 43—45.

Basler Nachrichten.
Finanz-Revue.
Neue Zürcher Zeitung.

Basel:

Wechselsensalen-Ordnungen 1817, 1842, 1855.
Eingaben der Sensalen, der Bank- und Effektengeschäfte und des Baslers Handels- und Industrievereins 1893—1897.
Gesetzesentwürfe 1892—1897.
Bericht der Großratskommission für Vorberatung des Gesetzesentwurfs vom 24. I. 1895.
Verhandlungen des Großen Rates des Kantons Basel-Stadt über den Gesetzesentwurf vom 9. V. 1895.

Gesetz und Reglemente betr. die Basler Effektenbörse.
Amtsordnung des Börsenkommissärs vom 2. X. 1897.

Genève:

Rapport de la Commission du Grand Conseil chargée d'examiner le projet de la loi relatif à l'établissement d'une bourse de Commerce à Genève. 1855.
Recueil authentique des lois et actes de la République et Canton de Genève. Partie cantonale 1856—1857, 1860.
Mémorial des Séances du Grand Conseil de Genève. XX.

Statuts de la Société des Agents de Change de Genève, 17. V. 1913.
Extraits des Règlements de la Société des Agents de Change, 1. I. 1923.
Règlement sur l'admission des valeurs à la cote de la bourse de Genève, Juillet 1903.
Règlement pour opérations à terme, Octobre 1922.

Zürich:

Gesetzesentwürfe mit Weisungen, Kommissionalanträge, Vorlagen der Redaktionskommission, Referendumsvorlagen, Motionen, Verordnungen, Kreisschreiben des Regierungsrates, Entwürfe der „Kaufmännischen Gesellschaft Zürich" usw. aus den Jahren 1882, 1883, 1891—1899, 1905, 1907, 1910—1913.
Protokolle des Zürcher Kantonsrates. 1912.
Jahresberichte der Handelskammer.

Gesetz betr. den gewerbsmäßigen Verkehr mit Wertpapieren vom 22. XII. 1912.
Verordnung dazu vom 26. VI. 1913.
Bekanntmachung des Regierungsrates über die Abänderung kantonaler Vorschriften durch das Bundesgesetz über die Stempelabgaben vom 18. III. 1918.
Gesetz über die Abänderung des Gesetzes von 1912 vom 3. XII. 1922.
Verordnung über die Beanspruchung der Kautionen von Vermittlern im Verkehr mit Wertpapieren vom 29. III. 1923.
(Pflichtordnung für das Börsenkommissariat vom 30. VI. 1896.)
Statuten, Reglemente Usancen und Börsenordnung des „Effektenbörsenvereins".

Bundesgesetz über die Stempelabgaben vom 4. X. 1917.
Vollziehungsverordnung dazu vom 20. II. 1918.
Bundesgesetz über die Stempelabgaben (Coupons) vom 25. VI. 1921.
Vollziehungsverordnung dazu vom 15. XI. 1921.

Verzeichnis der Abkürzungen im Text

(Paragraphenanmerkungen).

AO. = Amtsordnung des Börsenkommissärs in Basel.
A.R. = Allgemeines Reglement in Basel.
G. = Jeweiliges Gesetz des betreffenden Kantons (Basel oder Zürich).
Loi. = Loi pour l'établissement d'une bourse de commerce à Genève.
PO. = Pflichtordnung für das Börsenkommissariat in Zürich.
R.C. = Règlement sur l'admission des valeurs à la cote de la bourse de Genève.
R. = Reglement des betreffenden Kantons (Basel oder Zürich).
Règl. = Règlement des Regierungsrates in Genf.
Stn. = Statuten der betreffenden Börsenvereinigung (Basel oder Zürich).
Sts. = Statuts de la Société des Agents de Change de Genève.

Die römischen Ziffern hinter § bedeuten den betreffenden Paragraphen-Abschnitt. Die weiteren arabischen Ziffern geben den Satz des betreffenden Abschnittes an.

Einleitung.

§ 1.

Die Organisationsformen der Börsen.

Aus dem Bedürfnis der Kaufleute nach Konzentration des Geschäftsverkehrs entstanden, bilden die Börsen neben Märkten und Messen die Zentralpunkte desselben; im modernen Kapitalverkehr sind es vor allem die Effektenbörsen, um die sich das gesamte Wirtschaftsleben der Nationen gruppiert.

Ursprünglich fanden die Börsenversammlungen im Freien statt und an bestimmten Orten bildeten sich gewohnheitsgemäß Vereinigungen von Interessenten (Markusplatz in Venedig, Mercato nuovo in Florenz). Es währte nicht lange, so wurden für diesen neuartigen Geschäftsverkehr auch besondere Gebräuche eingeführt, die sich mehr und mehr entwickelten, bis schließlich durch langjährigen Gebrauch von Sonderbestimmungen ein von allen anerkanntes und ausgeübtes Gewohnheitsrecht sich entwickelt hatte. Diese Entwicklung eines nur für den Geschäftsverkehr an der Börse geltenden Rechtes nahm mit der Einrichtung spezieller, für diesen Zweck reservierter Gebäude seinen weiteren Verlauf; je nach der Eigenart seines Platzes und seiner internationalen oder lokalen Stellung blieb entweder der ursprüngliche Charakter des für alle frei zugängigen Marktes (öffentlich) gewahrt, oder aber aus der Gemeinschaft der Börsenhändler und -vermittler entstand eine korporativ fest zusammengeschlossene Vereinigung, die zuerst ihren Niederschlag in der Londoner Stock Exchange (1801) fand. Diese Vereinigungen bestimmten und bestimmen heute noch ihre Organisationen vollständig autonom, das Gewohnheitsrecht und die außerhalb desselben neu entstehenden Handelsbräuche dienen ihnen als Normen für die Regelung des Geschäftsverkehrs. Es ist rechtsgeschichtlich zu erklären, daß diese Autonomie der Börsenkörperschaften sich besonders in den englisch-amerikanischen Börsenorganisationen behauptet hat, denn dort ist man der kontinentalen Kodifikationsbewegung, der restlosen Überführung des Gewohnheitsrechtes in Gesetzesform, nicht gefolgt[1]). Das

[1]) G. Radbruch, Einführung in die Rechtswissenschaft S. 110.

gesetzte Recht hat sich bei uns auch der gewohnheitsrechtlichen Bestimmungen des Börsenverkehrs bemächtigt und es finden sich heute in den Gesetzessammlungen der meisten Länder Europas, mehr oder weniger betont, Spezialrechtsregeln für die Börse und ihren Verkehr. Diese Entwicklung wurde auch dadurch begünstigt, daß parallel mit der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Börse im günstigen Sinne Nachteile derselben gehen, die die Staaten bewegten, Normativbestimmungen aufzustellen, eine mehr oder weniger scharfe Börsenreform in die Wege zu leiten und durch das Gesetz die Organisation der Börsen zu beeinflussen. „Maßnahmen gegen die Börse sind fast so alt wie die Börsen selbst."[2]) Vor allem das 19. Jahrhundert ist reich an Börsenreformen, als deren Folgen verschiedene Börsengesetzgebungen entstanden. Im gesetzten Recht wurde neben dem geltenden Recht, dem Börsengewohnheitsrecht, neues Recht geschaffen, wodurch je nachdem der eigentliche Charakter des Börsengeschäftsverkehrs und der Börsenorganisation gewahrt blieb oder aber einer Umwandlung unterworfen wurde. Nach Paillard[3]) unterscheiden wir heute drei Kategorien von Börsensystemen:

1. Der monopolisierte Markt. Dieser existiert in seiner ganzen Strenge an der offizziellen Börse in Paris (parquet), sowie an den anderen französischen Börsen, deren Organisationen der Pariser Börse nachgebildet sind: Lyon, Toulouse, Nantes, Lille, Marseille und Bordeaux.

2. Der durch das Gesetz reglementierte Markt, jedoch ohne Monopol zugunsten der Interessenten. Dieses ist das in Europa verbreitetste System und findet sich in Deutschland, der deutschen Schweiz, in Österreich, Italien, Belgien und Holland.

3. Der freie Markt, dessen Reglementierung durch die Körperschaften ohne Einmischung des Staates stattfindet. Dieses freieste System findet sich in England, den Vereinigten Staaten, der französischen Schweiz und in der Pariser Coulisse[4]).

§ 2.

Die Vorbilder der schweizerischen Börsensysteme.

Wegen der verhältnismäßig späten Entwicklung der Börsen in der Schweiz wurden die schon in den Nachbarstaaten bestehenden Börsensysteme zu Vorbildern genommen. Die sich aus nachbarlichen

---

[2]) F. Schmidt, Die Effektenbörse und ihre Geschäfte S. 2.
[3]) G. Paillard, Les grands Marchés financiers S. 3—4.
[4]) Vgl. darüber A. Mayor, Le Développement des Bourses S. 41.

Gründen ergebenden engen Beziehungen zwischen Genf und Frankreich veranlaßten eine wesentliche Beeinflussung des Genfer Börsengeschäftsverkehrs durch die Organisationsform des Pariser Parquets. Andererseits ist vor der staatlichen Regelung die Organisation der Genfer Börse nach Londoner Muster vorgenommen worden; heute noch macht sich der Einfluß der Londoner Gebräuche und Sitten in den autonomen Bestimmungen des Parquets der „bourse de commerce à Genève", der „Société des agents de change" vorherrschend bemerkbar. Die andern beiden internationalen Börsen der Schweiz, Basel und Zürich, haben einesteils viel von der Organisation der Genfer Börse angenommen, anderenteils sind die staatlichen Bestimmungen nicht unerheblich von der deutschen Börsengesetzgebung beeinflußt worden. Es ergibt sich deshalb zum näheren Verständnis der Organisationen der schweizerischen Börsen die Notwendigkeit einer kurzen Schilderung der Reglementierung von deren Vorbildern.

A. Die Londoner Börse.

Die Londoner Effektenbörse, Stock Exchange, ist auf den Grundlagen des Vereinsrechts aufgebaut. Kraft der ihm zustehenden Autonomie erließ der Privatverein der Börsenhändler und -vermittler eine statutarische Verfassung, die allein ausschlaggebend für den Börsengeschäftsverkehr ist. Der sich auch bei den anderen Börsen, wenn auch in geringerem Maße, geltend machende Zunftgedanke ist der vorherrschende in diesen Bestimmungen. Mit zunehmender Entwicklung des modernen Verkehrs steigerte sich auch die formale und effektive Abgeschlossenheit des Vereins, und seine Exklusivität bewahrte er durch schwere Aufnahmebedingungen, durch ein Sichabschließen vor der Öffentlichkeit. Und gerade bei den Aufnahmebedingungen, denen große Strenge zu eigen ist, macht sich die Wiederaufnahme alter Zunftprinzipien bemerkbar, so die erleichterte Zulassung von Clarks als Mitglieder, falls dieselben eine vorgeschriebene Zeit als Börsengehilfen tätig waren. Andererseits zeigt sich der Zunftcharakter mit großer Deutlichkeit in dem die persönliche Freiheit der Mitglieder so einschränkenden Verbot, in ein Gesellschaftsverhältnis zu irgendeiner außerhalb des Vereins stehenden Person zu treten, wodurch die „partnership" aufs äußerste beschränkt wird. Dieses Verbot erinnert stark an die Verpönung der „societates" in den Statuten der mittelalterlichen Innungen[1]). Und wie anders ist das Verbot zu erklären, daß weder ein Mitglied selbst, noch die Frau eines solchen, ein anderes Gewerbe als den Effektenhandel weder selbständig noch als Gehilfe betreiben darf, wenn nicht durch ein Wiederaufblühen des alten Zunftverbotes! Die

[1]) Max Weber, Die Ergebnisse der deutschen Börsenenquête, in Zeitschr. f. d. ges. Handelsrecht Bd. 43 S. 104.

Leitung des Börsengeschäftsverkehrs liegt in den Händen eines Komitees (committee for general purposes), neben dem noch ein Komitee der Direktoren die finanzielle Verwaltung des Börsengebäudes innehat. Was die Mitglieder anbetrifft, so scheiden dieselben sich in brokers (Vermittler) und jobbers oder dealers (Händler). Lediglich die ersteren haben den Kontakt des Publikums mit der Börse herzustellen, den letzteren bleibt die Kursformulierung vorbehalten.

B. Die Pariser Börse.

Einen ganz anderen Charakter trägt die Organisation der Pariser agents de change, die in den für sie reservierten Schranken alleinige Herrscher sind und als Organe der Börsenpreisbildung eine sehr bedeutende Rolle nicht nur im Pariser Börsengeschäftsverkehr, sondern auf dem gesamten Kapitalmarkt spielen. Frankreich ist das klassische Land der Börsengesetzgebung und der interventionistischen Börsenpolitik; die Entwicklung der Börsenorganisation von Paris hängt eng zusammen mit der eigentümlichen Gestaltung des französischen Maklerrechts[2]). Mit dem Beschluß von 1724, durch den das Monopol der agents de change ausgesprochen und deren Zahl auf 60 beschränkt wurde, ergab sich die offizielle Anerkennung des parquets. Wesentlich sind ferner die Bestimmungen von 1890 und 1898, wodurch die Zahl auf 70 erhöht wurde. Infolge der wichtigen Stellung der agents de change sind die Bestimmungen über den Erwerb einer freiwerdenden Stelle, die Plätze waren von jeher verkäuflich, ziemlich strenge. Der Staat hat sich die Ernennung der agents de change vorbehalten und legt ihnen verschiedene Beschränkungen auf, was sich vor allem aus der Tatsache erklärt, daß in Frankreich der Staat die Börse stets als eine seinen politischen Zwecken dienstbare Einrichtung angesehen hat[3]). Durch die Bestellung wird der agent de change zum öffentlichen Beamten. Seine Ernennung erfolgt durch den Präsidenten auf Vorschlag des Finanzministers. Der agent de change ist also genau so wie die Mitglieder der Londoner Stock Exchange in seiner Bewegungsfreiheit Hemmungen unterworfen. Jedwedes Bank-, Fabrik- und Handelsgeschäft zu treiben ist ihm verboten; nicht einmal das Recht kommt ihm zu, einen Wechsel zu unterschreiben. Außerdem ist ihm der Handel mit Wertschriften an der Börse im eigenen Namen auf eigene Rechnung untersagt[4]). Der Grund für diese Verbote ist leicht zu ersehen aus der Beamten- und Vermittlerqualität der agents de change. Ihre Unparteilichkeit bei den durch sie abgeschlossenen Geschäften soll garantiert sein,

---

[2]) Pfleger, Artikel „Börsenrecht" im Handwb. d. Staatswiss. 3. Aufl.
[3]) Max Weber a. a. O. Bd. 43 S. 109.
[4]) Rudolf, Das Recht der Börsenagenten in Frankreich und der Schweiz S. 26.

sowohl in Hinsicht auf ihre Tätigkeit als Vermittler par excellence, als auch in Berücksichtigung ihrer Funktion als Börsenpreisbildner. Der agent de change ist bei den Geschäften durch Vermittlung an der Börse nicht zu umgehen. Wenn auch die Möglichkeit gegeben ist, durch direkten Kauf oder Verkauf an der Börse Geschäfte zu tätigen, das Kommissionsgeschäft bedingt die Zuhilfenahme des obligatorischen Vermittlers, des agent de change[5]).

Geleitet wird das Parquet durch die „chambre syndicale", die als aufsichtsführendes Organ alle Beziehungen der der Genossenschaft angehörigen Vermittler ordnet.

Neben das Parquet tritt die „coulisse" — der freie Markt. Was der coulisse[6]) so eigen ist, liegt in ihrer vollkommen freien Organisation, dem Prinzip des dem Parquet vorbehaltenen Monopols direkt entgegengesetzt. Im Anfang nur geduldet, hat sich diese aus freien Vermittlern — courtiers marrons — und Händlern zusammengesetzte Versammlung mit der Zeit gegen das Parquet behaupten können[7]). Doch ist die Freiheit der coulissiers keine absolute, es bildeten sich Vereinigungen, die — wie in London — zunftähnlichen Charakter annahmen und ängstlich auf Wahrung ihrer Exklusivität bedacht sind.

C. Die Berliner Börse.

In Deutschland brachte das Börsengesetz von 1896 etwas Einheitlichkeit in die vorher so verschieden gestalteten Börsensysteme. Mehr oder weniger differenziert hatten die deutschen Börsen die Formen als freie Märkte oder korporativ zusammengeschlossene Genossenschaften angenommen. Das Gesetz wurde 1908 ergänzt und den tatsächlichen Verhältnissen besser angepaßt durch eine Novelle. Die neue Ordnung brachte die Börsen unter die Aufsicht des Reiches, sowie unter die direkte der betreffenden Bundesstaaten. Als Organ des Reiches handelt der Bundesrat, indem er gewisse Bestimmungen erläßt, welche maßgebend für die Zulassung von Werten an den einzelnen Börsen sind, ebenso derartige für den Börsenterminhandel und für die Feststellung des Börsenpreises, nebst vielen anderen. Als begutachtende Behörde ist ihm der Börsenausschuß beigegeben. Dieser hat aus mindestens 30 Mitgliedern zu bestehen, die zur Hälfte auf den Vorschlag der Börsen-

---

[5]) Max Weber a. a. O. S. 166.

[6]) Salings Börsenpapiere S. 385: „Neben dem Parkett hat von jeher ein freier Markt bestanden, welcher nach den kulissenähnlichen Seitenräumen der Börse, in denen er stattfand, den Namen ‚coulisse' erhielt."

[7]) Paillard a. a. O. S. 7: „Tandis qu'on reprochait à l'ancienne coulisse de ne pas être organisée sérieusement et de contenir des personalités étrangères, il n'en est plus de même désormais". Paillard führt sodann die Anforderungen an die Bewerber auf; sie beziehen sich auf die Nationalität und das Verlangen nach einer genügenden Solvabilität.

organe und zur anderen Hälfte unter angemessener Berücksichtigung der Industrie und Landwirtschaft gewählt werden. Den Landesregierungen steht das Recht der Genehmigung der Errichtung von Börsen zu, sie können auch die genehmigten Börsen jederzeit auflösen. Das ihnen zukommende Aufsichtsrecht können sie auf Handelskammern oder kaufmännische Organisationen übertragen. In Berlin ist diese Befugnis der Handelskammer erteilt. Die unmittelbare Aufsicht über die Börsen wird durch Staatskommissare besorgt. Weiterhin haben die Landesregierungen die Börsenordnungen zu genehmigen, Bestimmungen über die Zusammensetzung des Ehrengerichts und über die Rechtsstellung der Kursmakler zu treffen. Ergänzend können sie den Vorschriften des Bundesrates noch schärfere Wirkung geben. Neben dem reichsgesetzlich vorgeschriebenen Inhalt der Börsenordnungen finden sich oft noch andere, der individuellen Art der Börsen angepaßte Regelungen des Börsengeschäftsverkehrs, meist auf Anregung der Börsenmitglieder. Als obligatorische Vermittler sind die Kursmakler vorgesehen; wie in Frankreich sind sie Staatsbeamte und infolge der durch sie gehandhabten Kursfeststellung strengen Vorschriften unterworfen. Sie dürfen nur insoweit in den Geschäftszweigen, für die sie bei der amtlichen Preisbildung tätig sind, für eigene Rechnug oder im eigenen Namen Handelsgeschäfte abschließen oder für die von ihnen vermittelten Geschäfte Bürgschaft leisten, als dies sich für die Ausführung der ihnen zuerteilten Aufträge notwendig erweist. Ein sonstiges Handelsgewerbe zu treiben ist ihnen untersagt, auch darf keine Beteiligung ihrerseits an einem Geschäft vorliegen oder ein Dienstverhältnis zu einem Geschäftsherrn bestehen[8]).

---

[8]) Pfleger a. a. O.; Saling a. a. O. S. 569 sf.; Obst, Geld-, Bank- und Börsenwesen.

I. Geschichte der schweizerischen Effektenbörsen und ihrer Gesetzgebung.

§ 3.

Die Genfer Börse.

Erst sehr spät hat man in der Schweiz mit der Errichtung von Börsen begonnen. Als Grund für diese erst in den fünfziger Jahren einsetzende Entwicklung von Zentralkapitalmärkten ist die Tatsache anzuführen, daß in der Schweiz die Vorbedingungen für solche nicht eher gegeben waren, die ökonomische Struktur lange Zeit eine derartige war, daß sich solche in der Volkswirtschaft noch nicht nötig machten. Das Fehlen einer geldbedürftigen Großindustrie, die auch sonst geringen Ansprüche an den Kapitalmarkt von seiten der kapitalsuchenden Kantone oder Gemeinden, die Unerschlossenheit des Landes boten keinen Anlaß, Börsen zu errichten. „So fehlten die Elemente, welche die Grundlagen für ein regelmäßiges Börsengeschäft bilden."[1])

Infolge der Einführung der Dampfkraft in die Betriebe und deren Verwendung als Beförderungsmittel, der dadurch erfolgenden Anlegung von Eisenbahnen und dem Aufblühen einer Großindustrie, machte sich gar bald eine lebhafte Nachfrage nach Kapital bemerkbar. Die Gemeinden und Kantone benötigten Mittel für die Erschließung ihrer Gebiete, die Industrie suchte nach Hilfsquellen für den Ausbau der Betriebe, Aktiengesellschaften entstanden in rascher Folge, mittels Obligationen und Aktien suchte man sich das erforderliche Kapital zu schaffen, und die Errichtung von Zentralvermittlungsstellen für den Kapitalmarkt war nur eine notwendige Begleiterscheinung des allgemeinen veränderten Wirtschaftslebens.

---

[1]) R. Lüscher-Burckhardt, Die schweizerischen Börsen S. 7: „Die Schweiz war ein verhältnismäßig reiches Land und als solches weit und breit bekannt. In den Städten sammelte sich viel Geld an, das daheim nicht immer Verwendung fand und daher an das Ausland unter den verschiedensten Formen, aber wohl in den seltensten Fällen gegen handelbare Werte, abgegeben wurde. Die zahlreichen Industrien im Lande, die sich teilweise hoher Blüte erfreuten, waren Privatgeschäfte, die sich, soweit sie nicht mit eigenen Mitteln arbeiteten, das nötige Kapital mit Leichtigkeit von privater Seite verschaffen konnten, ohne an die Allgemeinheit appellieren zu müssen."

In Genf kam es zuerst zu einem Zusammenschluß der bis dahin für sich allein, unabhängig voneinander arbeitenden Vermittler im Wertschriftenverkehr, den „agents de change". Ursprünglich hatten diese nur die Vermittlung in Wechselgeschäften inne, aber mit der Zeit des Aufschwungs legten sie ihre Tätigkeit auf das Zustandekommen von Geschäften in den anderen Wertpapieren und überließen ihr eigentliches Geschäft, den Verkehr mit Wechseln, mehr und mehr den Banken. Die durch die neue Lage bedingte Konzentration kam im Jahre 1850 zur Vollendung. Ein rein äußerlicher Anlaß, die Ausgabe eines Kursblattes seitens einer der Vermittler und die dadurch geschaffenen Konflikte, ließ in den Agenten den Gedanken an einen Zusammenschluß in Form einer Börsenvereinigung aufkommen[2]). Am 26. Februar 1850 erfolgte ohne authentischen Akt die Gründung der „Société des Agents de Change". Entsprechend der geistigen Verwandtschaft mit England, die sich historisch seit der Reformation schon auswirkte, und durch die zahlreichen Beziehungen mit den Bewohnern dieses Landes machte sich die den Genfern oft vorgeworfene „Anglomanie" auch in den Statuten der neuen Genossenschaft bemerkbar[3]). Darum benutzte man die Gelegenheit, um einen der agents de change, Frédéric de Seigneux, der lange Zeit an der Londoner Stock Exchange gearbeitet hatte, die Aufstellung der Grundsätze zu übertragen, und die Konstitution fiel deshalb, und weil sich der Staat vorerst um diese Börsenvereinigung nicht bekümmerte, sehr liberal aus und ähnelt deshalb heute noch dem Londoner Vorbild. Die englischen Gebräuche und das englische Gewohnheitsrecht wurden als Grundlagen für die Organisation der Genfer Börse anerkannt. Aber auch der Einfluß des nahen Frankreichs machte sich geltend — die äußeren Einrichtungen, die Formen des Geschäftsverkehrs, ahmte man, besonders späterhin, den Parisern nach[4]).

---

[2]) A. Bordier, Notice sur la Société des Agents de Change de Genève S. 11, sowie A. Mayor a. a. O. S. 42: „Les causes qui ont prévalu à Genève pour le choix d'un marché libre et non d'un marché monopolisé et réglementé comme à Paris, ont une source historique, elles résidaient dans les fréquentes relations de cette ville avec la Grande Brétagne datant de la Réformation. Les rapports n'avaient pas été froissés par les petits ennuis d'un étroit voisinage et portaient sur les sciences, les lettres, les arts, la religion et les affaires."

[3]) Vgl. darüber § 15.

[4]) R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 13 gibt uns die Einleitung zu den ersten Statuten der Société des Agents de Change:

„Die unterzeichneten Genfer Agents de Change, in der Absicht, die Banktransaktionen und den Handel in Wertpapieren zu ordnen und zu erleichtern, in Anbetracht:

A. daß es in ihrem eigenen Interesse, wie in demjenigen des Publikums liegt, ein regelmäßiges und authentisches Kursblatt zu haben für Wechsel, Wertpapiere und Geldsorten;

Die Entwicklung der Börse wurde wesentlich begünstigt durch die als Folge der politischen Umwälzungen in Frankreich geschaffene wirtschaftlich vorteilhafte Lage. Der Kapitalmarkt nahm eine stetige Ausbreitung. Bald bildete die „Société des Agents de Change", unabhängig und aller Konkurrenz in der Schweiz ledig, einen Machtfaktor in der schweizerischen Volkswirtschaft. Der Geschäftsverkehr wurde immer verfeinerter. Die Einrichtung eines Parquets durch Aufstellung eines Rings — Corbeille — und der bourse à la criée nach Pariser Muster, sowie die Heranziehung der Banken zum Börsengeschäft, als gegebene Ergänzung, ermöglichten es, daß aus der anfänglich so gering geachteten Börse im Laufe der Zeit eine Börse von internationaler Bedeutung wurde. Auf dem Höhepunkt ihres Ansehens stehend, wurde die Société des Agents de Change im Jahre 1856 in ihrer freiheitlichen Entwicklung durch den Versuch des damaligen Regierungschefs des Kantons Genf, James Fazy, gestört. Von demokratischem Eifer erfüllt, wollte derselbe durch ein Gesetz die Börse zu einem für jedermann frei zugängigen Markt umgestalten. Trotzdem die agents de change bei der Vorberatung des Gesetzes mit zu Hilfe gezogen wurden[5]), bot ihnen die „Loi pour l'établissement d'une bourse de commerce à Genève" vom 20. Dezember 1856 nicht genügend Sicherheit. Deshalb setzten sie sich zur Wehr, und dank ihrer völligen Einigkeit in dem darauf folgenden Kampfe zwischen dem Staate und der Genossenschaft[6]) überzeugten sie Fazy, daß seine Angriffe gegen sie nutzlos waren. Er setzte sich darum ins Einvernehmen mit ihnen, und nach längeren Verhandlungen wurde das Gesetz durch verschiedene Modifikationen den Ansprüchen der tatsächlichen Verhältnisse angepaßt. Der Société des Agents de Change wurde die Genehmigung gegeben, auch weiterhin ihre Autonomie und ihre Verfassung als privater Verein beizubehalten, ein eigener Ring ihnen reserviert, so daß nur die äußere Form verändert wurde.

Das geänderte Gesetz wurde am 27. Juni 1857 veröffentlicht und die Société des Agents de Change zog daraufhin in das staatliche Börsenlokal ein.

B. daß dieser Zweck am geeignetesten erreicht wird durch eine Vereinigung der Agents de Change in einem Lokal, wo sie zusammenkommen und Geschäfte abschließen können, die sie nicht direkt hätten effektuieren können;

C. daß sich das Projekt nicht verwirklichen läßt, ohne ihnen gegenüber der ihnen daraus erwachsenden Vorteile auch einige Kosten und etliche Verpflichtungen aufzuerlegen;" ... usw.

[5]) Mémorial des Séances du Grand Conseil de Genève Bd. 20 S. 250.

[6]) A. Bordier a. a. O. S. 21.

§ 4.

Die Basler Börse.

Eine große Zeitspanne verging, bis man auch in der deutschen Schweiz zur Gründung von Börsen schritt. In Zürich und Basel bestand schon seit Jahrhunderten das Institut der Sensale, deren Rechte und Pflichten, im Gegensatz zu den Genfer agents de change, genau gesetzlich geregelt waren. Noch im Jahre 1855 wurde diese „Sensalen-Ordnung" in Basel revidiert und die Wechsel-Sensale als einzige Mittelspersonen zum Abschluß von Geschäften, Staatspapiere und Aktien auf dem Platze Basel berechtigt[1]).

Im Jahre 1866 konstituierte sich der „Basler Börsenverein". Er bestand zunächst nur aus Vertretern der Warenbranche, erst später treten die beeidigten 5 Wechsel-Sensale und die 3 Waren-Courtiers demselben als freie Mitglieder bei, und infolgedessen erfolgte die Ausgabe des bisher nur von den Sensalen veröffentlichten Kursblattes jetzt von seiten des Vereins. Durch die neue Verfassung des Kantons, die im Jahre 1875 erfolgte, wurde die oben erwähnte Wechsel-Sensalenordnung aufgehoben und es dem Handelsstande überlassen, von sich aus Vorsorge zu treffen für die Besorgung der bezüglichen Geschäfte, da dies im allgemeinen Interesse sei. Man kam auf den Gedanken, anstatt des verschwundenen Handelskollegiums einen freiwilligen Verein zu schaffen, an dem außer den Mitgliedern des Börsenvereins auch Industrielle Zugang haben sollten. Daraufhin gründete man im Februar 1876 den „Basler Handels- und Industrieverein", der sich späterhin als „Sektion Basel" in den „Schweizerischen Handels- und Industrieverein" eingliederte. Letzterer schuf in der „Banksektion" eine Organisation, die sich ausschließlich mit der Börse und deren Geschäftsverkehr befaßte. Von seiten der Regierung fand der Verein größtes Entgegenkommen, man räumte ihm beim Neubau der Post einen Börsensaal ein[2]). Nicht lange währte es, da erfolgte eine Eingabe der acht Börsensensale an die Handelskammer der „Bank-Sektion". Sie teilten mit, daß sie sich mit der Absicht trügen, einen „Basler Effektensensalenverein" zu gründen, und legten einen Entwurf von Statuten bei, den sie nach Genfer Muster aufgestellt hatten. Dieser Versuch, die Börse wieder in ihre Hände zu bekommen, gelang aber den Sensalen nicht, die „Bank-Sektion" trat ihnen entgegen und die Eingabe wurde daraufhin zurückgezogen. Der Handelskammer wurde jeder eventuelle Erlaß von Statuten, Reglementen und Usancen vorbehalten und auch den

---

[1]) R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 29 sf.
[2]) R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 34.

Bankiers, als starke Börseninteressenten, Befugnisse von hoher Bedeutung zugesprochen, so die Einrichtungen und die Überwachung des Kursblattes. Die Entwicklung der Börse wurde unterbrochen durch die Krise von 1891[3]); noch ehe es zu derselben kam, wurde anläßlich der Scheckbankschwänze und der Einzwickung der Aktien der Chemischen Gesellschaft[4]) an die Regierung die Bitte gerichtet: „Der Regierungsrat wolle prüfen, ob nicht der Börsenverkehr der staatlichen Aufsicht zu unterstellen und gesetzliche Maßregeln gegen die Mißbräuche der Spekulation zu treffen seien." — Dieser Auszug wurde an das Departement des Innern gegeben und dieses wandte sich weiter an die Handelskammer. Dieselbe befragte die Bank-Sektion, die sich jedoch auf einen völlig ablehnenden Standpunkt stellte. Ein erster regierungsrätlicher Entwurf wurde vom Ständerat Köchlin-Geigy begutachtet und dann umgearbeitet. Erst im Jahre 1893 wurde dieser Ratschlag und Gesetzesentwurf dem Großen Rate vorgelegt. Von dieser Stelle wurde er zwecks Vorberatung an eine neunköpfige Kommission gegeben. Die Bank-Sektion gab 1894 an die Kommission ihrerseits einen Gesetzentwurf ein, welcher aber fast kaum den Verhandlungen zugrunde gelegt wurde. Am 9. Mai 1895 verhandelte der Große Rat über den Entwurf der Kommission und nahm ihn in erster Lesung an[5]). Da sich die Bank-Sektion aber nicht mit dem Ergebnis derselben einverstanden erklären wollte, bat sie in einer Petition um Aufschub der zweiten Lesung und teilte die Ansicht der Mehrheit der Mitglieder mit, wonach eine Abschaffung der Sensale als obligatorische Vermittler und die Einführung des Systems der Genfer „agents de change" als ratsam bezeichnet wurde. Daraufhin erhoben die Sensalen ihrerseits Einspruch, und so verzögerte sich die Gesetzgebung wesentlich. In der Sitzung vom 11. Juni 1896 entschied der Große Rat nach Korrespondenzen zwischen seiner Kommission und der Bank-Sektion zugunsten der letzteren, die Sensalen wurden als obligatorische Vermittler abgeschafft, aber nicht vollständig beseitigt, sie wurden wesentlichen Beschränkungen unterworfen. Nachdem ein revidierter Gesetzentwurf vorgelegt worden war, nahm der Große Rat am 8. April 1897 das „Gesetz betr. die Effektenbörse und den Verkehr in Wertpapieren" an, das am 1. Januar 1898 in Kraft trat.

§ 5.

Die Zürcher Börse.

Ohne daß durch irgendwelchen Akt das „Gesetz betr. die Sensalen" vom 25. Oktober 1835 formell aufgehoben wurde, kam es im Jahre

[3]) Vgl. Börsenreform, Gutachten von Odier, Kaiser und Wolf.
[4]) Vgl. R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 39 sf.
[5]) Vgl. Stenogr. Bericht über dieselben.

1877 zu einem festen Zusammenschluß der Vermittler des Wertschriftenhandels im „Effektenbörsenverein" in Zürich. Jedoch währte die Börsen-Souveränität des Vereins nicht lange. Schon am 2. Dezember 1883 erfolgte der Erlaß des ersten zürcherischen Börsengesetzes „Betr. die Gewerbe der Effekten-Sensale und Börsen-Agenten" als Folge der Motion O. Blumer. Dieselbe war veranlaßt durch die Nachwehen des Bontoux-Kraches in Paris, welche auch in Zürich unliebsame Erscheinungen hervorriefen.

Es half dem Effektenbörsenverein nichts, daß er sich mit aller Macht gegen diesen Staatseingriff wehrte, mit dem 1. Januar 1884 trat das Gesetz in Kraft. Seine faktisch bestehende Monopolstellung wurde dadurch beseitigt. Die Regierung ging mit der größten Strenge vor, sie untersagte den Vereinsmitgliedern die weitere Abhaltung von Sitzungen und die Herausgabe des Kursblattes, da erstere nicht um die gesetzlich geforderte Konzession nachgesucht hatten. Einer Auflösung durch den Staat zuvorkommend, beschloß man in der Generalversammlung vom 13. Februar 1884 die endgültige Auflösung. Erst mit dem 1. April endete die börsenlose Zeit, sie wurde durch die Eröffnung der Börse unter Staatsaufsicht abgeschlossen. Verschiedene Versuche, das Gesetz zu umgehen, wurden von der Regierung scharf zurückgewiesen, und bald sahen auch die erbittertsten Gegner das Aussichtslose ihrer Angriffe ein. Neue Konzessionen wurden nachgesucht, doch beruhigten sich die Gemüter vorerst noch nicht, oft kam es zu Reibungen mit dem Staatskommissar, dessen Lage durch das Fehlen einer Pflichtordnung sehr erschwert war[1]). Allmählich wurde aber auch dieser Streit eingestellt. Der Effektenbörsenverein war durch das Gesetz zur Ausstellung weiterer Normen berechtigt und verpflichtet. Schon vor der Eröffnung der Börse hatte der Regierungsrat die Statuten, Reglemente und Usancen genehmigt, nur einige Paragraphen der Usancen ersetzte man durch eine Börsenordnung. Wenn auch diese Bestimmungen mehrfachen Revisionen unterworfen wurden, sind sie im Grunde bis heute die gleichen geblieben. Auch in Zürich veranlaßte die Krise von 1891 die Gesetzgeber zur weiteren Regelung. Nach langen Verhandlungen erließ man am 31. Mai 1896 das „Gesetz betr. den gewerbsmäßigen Verkehr in Wertpapieren"; dadurch wurde der Börsenkommissar in den Stand gesetzt, aber auch zugleich verpflichtet, Mißbräuchen entgegenzutreten. Doch trug dieses Gesetz schon von Anfang an den Keim der Revisionsbedürftigkeit in sich[2]) und so kam es 1911 zur Schaffung eines neuen Gesetzes, durch das vor allem der gesamte Wertschriftenhandel, auch der außerbörsliche und der Prämienobligationenhandel,

---

[1]) Vgl. F. Fuchs, Beiträge zur Geschichte der Zürcher Effektenbörse S. 35.

[2]) Protokolle des Zürcher Kantonsrates 1911—1914 S. 684.

geregelt wurde. Vom Volke ursprünglich verworfen, kam es in fast unveränderter Form am 4. November 1912 durch alle Instanzen zur Annahme.

§ 6.

Der Bund und die Börsen.

Der Versuch einer staatlichen Börsenreform wurde aber nicht nur von den kantonalen Regierungen unternommen, auch der Bund beschäftigte sich mit einer einheitlichen Regelung der Börsenverhältnisse. Es war gleichfalls die Krise von 1891, die zur Aufrollung der Frage eines eidgenössischen Börsengesetzes führte. Am 21. Juni 1892 erklärte der Nationalrat die Motion von Dr. Schmidt für erheblich: „Der Bundesrat wird eingeladen, die Frage zu prüfen, ob und eventuell in welcher Weise den volkswirtschaftlich schädlichen und das Rechtsbewußtsein des Volkes verletzenden Mißbräuchen im Börsenwesen wirksam entgegengetreten werden könne, und hierüber der Bundesversammlung mit tunlichster Beförderung Bericht und Antrag zu erbringen." Darauf richtete das Eidgenössische Justiz- und Polizei-Departement am 15. November 1892 an Prof. Julius Wolf in Zürich, Advokat E. Odier in Genf und Dr. S. Kaiser in Solothurn die Bitte um Erteilung von Gutachten über: 1. Stehen dem Staate zur Bekämpfung der Mißbräuche im Börsenwesen praktisch wirksame Mittel zu Gebot? Eventuell welche? 2. Bedarf die Bundesgewalt in der Schweiz. Eidgenossenschaft zur Anwendung dieser Mittel neuer verwaltungsrechtlicher Kompetenzen? Eventuell: worin würden diese bestehen?

Die daraufhin erteilten Gutachten Obengenannter erschienen im Druck und gelangten 1895 zur Veröffentlichung, man wirft ihnen aber Mangel an positiven Vorschlägen vor. Dies scheint auch der Grund gewesen zu sein, weswegen man sich auf eidgen. Gebiet nicht weiter mit Börsenreform beschäftigte.

Im Jahre 1915 wurde im Anschluß an das projektierte „Bankgesetz" die Frage aufgeworfen, ob nicht auch ein Gesetz über die Emission von Wertpapieren zu befürworten sei. Man wollte dadurch eine zentrale schweizerische Projektsprüfungs- und Börsenzulassungsstelle schaffen. Der eifrigste Verfechter dieses Gedankens war Nationalrat Dr. A. Meyer, zugleich Chefredakteur der „Neuen Zürcher Zeitung", der außer einem Vortrag in der „Volkswirtschaftlich-statistischen Gesellschaft in Zürich" noch durch einen Aufsatz in der „Zeitschrift für Statistik und Volkswirtschaft" die staatliche Regelung und Vereinheitlichung des Zulassungswesens forderte und zu dessen Ausführungen in der genannten Zeitschrift zahlreiche Vertreter der Bank- und Börsenkreise Stellung nahmen[1]). Aber der Staat enthielt sich auch diesmal

[1]) Vgl. § 19.

einer Regelung, anscheinend weil sich keine Übereinstimmung ergab „weder hinsichtlich der Wünschbarkeit der vorgeschlagenen Neuordnung im allgemeinen, noch in bezug auf den Zeitpunkt der Reform oder auf Organisation und Umfang der angeregten Aufsicht" (Meyers Äußerung). Mit der für 1916 angekündigten Veröffentlichung des Bankgesetzes wurde es nichts, und gleichfalls verstummte auch die Diskussion über eine Regelung des Emissionswesens.

Aber in einer Hinsicht griff doch der Bund in das Sonderrecht der Börsen ein, durch die beiden Gesetze „Über die Stempelabgaben" vom 4. Oktober 1917 und „Betr. Stempelabgaben auf Coupons" vom 25. Juni 1921. Durch diese beiden Bundesgesetze wurden die Stempelsteuern vollkommen vereinheitlicht, zugleich aber auch den Kantonen ihre weitgehenden finanziellen Verwaltungsrechtskompetenzen entzogen. In der Praxis wurde das erstere allgemein als sehr kompliziert und die Vollziehungsordnung vom 20. Februar 1918 als noch komplizierter und lästiger empfunden, dagegen wurde das zweite als „zur Not" mit den Bedürfnissen der Praxis übereinstimmend bezeichnet[2]).

§ 7.

Die börsenähnlichen Vereinigungen[1]).

Nicht als Börsen, sondern nur als börsenähnliche Vereinigungen sind jene Institute in Bern, Lausanne, Fribourg, Neuchâtel, vowie St. Gallen zu bezeichnen, wenngleich sie sich auch den Namen „Börse" zugelegt haben. Als rein private Organisationen haben sie eine völlig freie, unbeeinflußte Autonomie, ihre Statuten und Reglemente sind aber nur für den verpflichtend, der sich ihnen freiwillig unterwirft. Sie sind von Bankiers geschaffen und sollen der Erleichterung und der Hebung des lokalen Finanzgeschäftes dienen. Man kann sie als reine Hilfsorgane der Banken bezeichnen.

In Lausanne nahmen 20 Banken und Bankfirmen die Konstitution der „Börse" vor und regelten den Verkehr durch Reglemente, die denen der „Société des Agents de Change à Genève" nachgebildet sind. Obwohl für diese Einrichtung noch die größte Hoffnung besteht, daß sie sich im Laufe der Zeit zu einer richtigen Börse entwickeln wird, da ja die an ihr stattfindenden Umsätze sehr bedeutend sind, so wird sie doch kaum mit den drei staatlich geregelten Schritt halten können. Daran hindert sie ihr lokaler Charakter, denn nur der Handel in einheimischen Werten prägt ihr den Stempel auf.

---

[2]) W. Stucki, Die schweiz. Effektenbörsen während und nach dem Weltkriege 1914—1921 S. 158.

[1]) Vgl. R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 91 sf.

Ebenso ist der „Berner Börsenverein", gegründet am 10. November 1884, ein Erzeugnis der am Orte ansässigen Banken. Auch hier bringt die Börse nur den einheimischen Werten großes Interesse entgegen, doch werden auch vereinzelt andere Schweizerwerte gehandelt.

Neueren Datums sind die Gründungen von „Börsen" in Neuchâtel 1905 und Fribourg 1911, deren Tätigkeit sich auf die Hebung des lokalen Bankverkehrs und die gemeinsame Durchführung und Unterstützung von Finanzoperationen beschränkt[2]). Allen diesen Instituten ist gemeinsam, daß das Termingeschäft fast kaum gepflegt wird.

Einer wirklichen Börse am fernsten stehend ist die St. Gallener Vereinigung betreffs Kursfeststellung. 1887. Das von derselben herausgegebene Kursblatt will nur Richtlinien geben, eine maßgebende Bedeutung als Grundlage von Geschäften ist ihm nicht zu eigen.

---

[2]) A. Maag, Die Entwicklung und Organisation der schweiz. Effektenbörsen S. 77.

II. Die Börsenreformen.

§ 8.

Die Gründe für die Börsenreformen.

A. Rechtspolitische Gründe.

Die Verstaatlichung der Börsen in der Schweiz geschah wie in den meisten andern Ländern in der Hauptsache aus dem Grunde, die vom Staate und dem Publikum empfundene Gefährlichkeit der Börsen, ihre nachteiligen Folgen zu beseitigen. Dies ist ja auch deutlich genug in den Motionen um Börsenreformen ausgedrückt. Die weitgehende Unkenntnis des tatsächlichen Charakters der Börse, die Ansicht, daß jedes Börsengeschäft mit dem Spiel identisch sei, die damals auch die gebildeten Kreise beherrschte, brachten es mit sich, daß bei Eintreten von unvermeidlichen Krisen die Börse als „Giftbaum" bezeichnet wurde und alles gegen sie Sturm lief. Der Staat sah sich gezwungen, aus Gründen der Rechtssicherheit, das Börsenwesen näher zu betrachten, um eine Sanierung herbeizuführen. Neben den volkswirtschaftlich günstigen Seiten der Börse entstehen gerade aus der Nützlichkeit derselben durch Mißbrauch Schädigungen, die weit in die gesamte Volkswirtschaft eingreifen. Früher war man noch nicht zur Erkenntnis der Tatsache gekommen, „das es an der Börse keine ihrer Rechtsform wegen objektiv reellen und unreellen Geschäftstypen, wohl aber reelle und unreelle Personen gibt, die sich dieser Form zu lobens- oder tadelnswerten beziehentlich wirtschaftlich sterilen Zwecken bedienen"[1]), daß man also die Träger der Geschäftsformen, die Subjekte, nicht die Objekte, als Veranstalter und Erzeuger von Störungen des Verkehrs und daraus sich ergebenden Mißstände ansehen muß, und deshalb das Börsenübel unvermeidlich ist. Die Mittelspersonen des Wertschriftenhandels bilden natürlich zusammen eine Macht und ihre Sonderstellung als Vertreter des außerhalb stehenden Publikums bringt es mit sich, daß einzelne von ihnen der Versuchung unterliegen, aus egoistischem Interesse ihre Auftraggeber zu übervorteilen oder gar betrügerische Maßnahmen anzuwenden, um deren Unerfahrenheit und die oft geradezu grenzenlose Leichtgläubigkeit auszubeuten. Weiterhin ist die anscheinend so leichte,

[1]) Max Weber a. a. O. Bd. 43 S. 139.

technisch vollkommenste Art des Termingeschäftes in der Tat ein wenig verführerisch für die Uneingeweihten, zumal sie erleichtert wird durch die Risikominderung im Prämien- oder wie früher im Differenzgeschäfte. Neuerdings dürften letztere sehr selten vorkommen, sie sind aber früher derart oft und allgemein mit dem Zeitgeschäft überhaupt identifiziert worden, daß sich die Gesetzgebung gerade mit dieser Börsengeschäftsverkehrsform am meisten und eingehendsten befaßt hat. Ein großer Teil des Publikums sieht sich durch diese Formen veranlaßt, Spekulationsgeschäfte an der Börse zu treiben, und versucht so, den künftigen Preisgang vorauszuerkennen, um sich mittels dieser Prognose zu bereichern. Daß ihnen damit eine ungemein schwierige Aufgabe erwächst, die selbst oft dem Kundigen zu schwer zur Lösung wird, sehen diese Laien zunächst nicht ein, die damit verbundene Gefahr wird ihnen meistens erst dann bewußt, wenn alles schon verloren und Rettung unmöglich ist. So sind „Börsenschwindel" und „Börsenspiel" oft der Anlaß zu schweren Krisen und es zeigen sich dann die Schattenseiten der Börsen und die allgemeine Entrüstung über die Börse wird laut. Die Fälle von bewußter Verführung des Publikums zum Börsenspiel, oft sogar durch der Börse völlig fernstehende Personen — bucket shops —, die vom Ausland her arbeiten, Emissionen unsolider Werte und Täuschung über deren Grundlagen, die Veranstaltung künstlicher Preissteigerungen — Corners, Schwänze —, meistens zur Abdrosselung der Nichteingeweihten führend, unreelle Feststellung des Kurses und unreelle Mitteilungen uber die Ausführung von Börsengeschäften werden meist durch eine an sich sehr beschränkte Anzahl von Personen hervorgerufen, und doch wird die gesamte Börsengemeinschaft dafür verantwortlich gemacht, und nicht nur das, sondern auch die Formen des Geschäftsverkehrs werden für die Schäden verantwortlich gemacht und sollen beseitigt werden. Nicht immer sind es nur Börsenschwindeleien und Börsenspiel, die Krisen herbeiführen, oft werden durch den Irrtum der Spekulation über den Wert der Effekten und deren künftige Preisgestaltung die durchaus gesunden Grundlagen verlassen und das Börsengeschäft wird zu wildem Spiele, der psychologische Massenirrtum greift um sich und auch ganz unbeteiligte Kreise werden herangezogen, bis dann bei der Aufklärung der Lage die allgemeine Begeisterung sich in großen Schrecken verwandelt. Der Krach von 1891 ward veranlaßt durch die allgemeine Ansicht, die Verstaatlichung der schweizerischen Eisenbahnen stände vor der Tür, und bald stieg die Spekulation ins Grenzenlose. Die Verstaatlichung der Eisenbahnen erfolgte aber nicht, das Volk verwarf mit großer Stimmenmehrheit den betreffenden Antrag, und die Krise war da. „Dem Krach war eine sehr lebhafte Bewegung im Effektenhandel vorausgegangen, es waren Banksyndikate wie Pilze aus dem Boden gewachsen, und hinter diesen stand eine große Klientel großen Teils von Leuten, deren berufliche und ökonomische Verhältnisse

sie eigentlich durchaus nicht zur Börse hinleiteten, Leute, die zum großen Teil keinen blassen Schimmer von dem effektiven Wert der Effekten, mit denen sie handelten, hatten und die quasi vom Strudel mitgerissen und sich sozusagen mit Leib und Seele ihren Bankiers verschrieben und ihnen vertraut hatten, als wäre durchaus kein Grund zu Mißtrauen vorhanden."[2]) Unter diesen Umständen kam es zu den Gesetzgebungen in den 90er Jahren, die streng auf dem Boden des Schutzprinzipes standen.

B. Finanzpolitische Gründe.

Es ist für die Gesetzgebungen recht charakteristisch, daß man zugleich mit dem Versuch einer Abwehr der Börsenschäden die Gelegenheit benutzte, dem Staate auf recht bequeme Weise eine erhebliche, nie versiegende Geldquelle zu verschaffen. Bei den Vorberatungen und in den Gesetzen selbst nehmen die Erörterungen über die Börsensteuer einen erheblichen Teil ein, wobei noch nicht einmal der naheliegende Versuch gemacht wurde, die Steuer als erzieherisches Moment zu proklamieren, sondern das „finanzielle Moment" allein klargelegt wird. Gerade Basel und Zürich berühren in ihren Berichten und Motionen unmittelbar die fiskalische Frage, ohne damit eine Totbesteuerung der unliebsamen Erscheinungen zu beabsichtigen. Vielmehr wird die Möglichkeit einer Kontingentierung der Steuer unter Umwandlung in eine Art Gewerbesteuer für den Börsenhandel in Betracht gezogen, wobei man natürlich eine staatliche Organisation der Börse benötigte. Das Gesetz von 1883 in Zürich stand vollkommen unter dem Einfluß des fiskalischen Moments: Der Staat wollte die Umsätze an der Börse mit einer Steuer treffen, er richtete daher sein Hauptaugenmerk auf die zu beziehenden Gebühren; die durch den Staatskommissär zu vollziehende Kontrolle sollte hauptsächlich darauf gerichtet sein, daß von allen abgeschlossenen Geschäften auch wirklich die Steuer entrichtet worden war[3]). Und bei der letzten Revision im Jahre 1912 erklärte der Zürcher Regierungsrat in seinem beleuchtenden Bericht: „Notwendig ist die Revision, weil das bisherige Gesetz den Anforderungen der Gegenwart nicht mehr entspricht, und nützlich ist sie, weil sie dem Staate Mehreinnahmen verschafft, welche bei dem großen Einzugsgebiete des Platzes Zürich im Wertschriftenhandel für die zürcherische Volkswirtschaft durchaus nicht drückend sind."[4]) Es war natürlich, daß, wenn der Staat das Geld nimmt, wo er es findet, ohne direkten Bedarf darnach, die Börsenstempelsteuer dem Bunde eine willkommene Lösung der Frage der Erschließung neuer Ein-

---

[2]) Verhandlungen a. a. O. S. 2.

[3]) Antrag des Regierungsrates zum Gesetzentwurf vom 21. Mai 1895 S. 11.

[4]) Vgl. auch die Protokolle des Zürcher Kantonsrates von 1912.

nahmenquellen bot, als im Jahre 1913 sich ein steigendes Defizit in der Staatsrechnung ergab. Da die indirekten Steuern als besonders geeignet für den Bund gelten, so wurde auch die Börsenstempelsteuer jetzt dem Bunde zugewiesen, wodurch eine nicht ganz ungünstige Vereinheitlichung dieser Abgaben erreicht wurde.

C. Die staatspolitischen Gründe.

Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Börse, besonders die Regelung des Kredit- und Geldwesens im Staate selbst, sowie der Staaten untereinander, legte es der Regierung nahe, sich auch in ihrem politischen Interesse mit dieser Einrichtung näher zu befassen. In Frankreich hat es der Staat von jeher verstanden, sich der Börse zu seinen politischen Zwecken zu bedienen. Der von Georg v. Siemens ausgesprochene Gedanke, daß bei allen durch die Börse bedingten wirtschaftlichen Veränderungen eine leistungsfähige Börse ein unentbehrliches Machtmittel für den Staat sei, daß sie „im Frieden die Stelle einer Armee im Kriege bedeute", wurde zwar auch von den Gesetzgebern als richtig und wichtig empfunden, aber doch nicht so direkt betont. Denn es ist in der Schweiz nicht so einfach, diese Zentralkapitalmärkte zu großmachtspolitischen Zwecken zu benützen, daran hindert vor allem die neutrale Stellung der Schweiz. Das wirtschaftspolitische Moment aber macht sich bemerkbar in den Verstaatlichungen der Börsen, und darauf sind auch die direkten und indirekten Regelungen und Auswirkungen der Staatshoheit gerichtet, besonders bei der zunächst in Frage kommenden Anlage schweizerischen Kapitals im Ausland, der Frage des Kapitalexports.

Die „Börse", d. h. die Gesamtheit der Börsenhändler und -vermittler, hat das Bestreben, sich nach außen hin abzuschließen und zunftartig den Kreis ihrer Mitglieder zu beschränken, ein natürliches Monopol für sich zu reservieren. „Durch den Zusammenschluß der Börseninteressenten, die früher völlig unabhängig voneinander gearbeitet hatten, bildete sich bald ein Stand berufsmäßiger, d. h. am Börsenplatze ansässiger Börsenhändler und vor allem Börsenkommissionäre, unter deren Botsmäßigkeit nunmehr im Verlaufe eines natürlichen Umgestaltungsprozesses der Börsengeschäftsverkehr gelangte."[5]) Dieser Stand beherrschte vollkommen den Kapitalmarkt. Zunftmäßig abgeschlossen, bildeten sich exklusive Vereine, deren Mitglieder der Meinung waren, „daß sie, die allerdings der Börse das größte Interesse entgegenbringen, auch die einzigen Interessenten wären"[6]). Aus diesem Grunde hatte schon der Demokrat James Fazy und später auch andere Gesetzgeber versucht, die Börse wieder zu einem freien, für jedermann zugängigen

[5]) Max Weber a. a. O. Bd. 43 S. 100.
[6]) Bericht der Großratskommission usw. in Basel, vorg. 24. 1. 1893, S. 7.

Markt umzugestalten; allen Gesetzen ist anzumerken, daß der Staat ängstlich bemüht ist, jedes Monopol zu vermeiden.

§ 9.

Die neue Rechtslage.

Während vorher die Börsen unabhängig vom Staate waren, sind jetzt alle drei der staatlichen Aufsicht unterworfen und die deutsch-schweizerischen Plätze formell völlig verstaatlicht. Das Genfer Gesetz, zugleich auch das Vorbild für die Organisation der anderen Börsen, ist das freieste, es steht durchaus auf dem Boden des Umsatzprinzipes. Die staatliche Einmischung war ja durch keinen Exzeß der Börsenkreise veranlaßt und darum erließ der Staat außer dem Gesetze auch nur noch ein Reglement, die übrige Regelung in die Hände der vereinigten agents de change legend. Seine Gesetzgebung ist geschehen in der Erkenntnis, daß die Börsenfreiheit gewahrt bleiben muß und deshalb alle Regelungen über das Maß hinaus den Geschäftsverkehr hindern. Wirtschaftspolitische Gründe hatten die neue Rechtslage bedingt; das außerordentliche Monopol, welches die „Société des Agents de Change" inne hatte, zu beseitigen oder wenigstens zu verallgemeinern, war die Grundidee bei dem Erlaß des Gesetzes. Die zunftmäßige Abgeschlossenheit, die Beschränkung auf eine bestimmte Anzahl Mitglieder, erregte die Besorgnis des Staates, wozu noch der begreifliche Wunsch trat, auf die Einführung neuer Valoren Einfluß auszuüben[1]). Denn die Société führte nur ihr genehme Werte ein, und dem Staate lag daran, vor allem seine von ihm ausgegebenen Obligationen gehandelt zu sehen[2]). Darum die Schaffung eines freien Marktes, zu dem ein jeder Zutritt haben soll; nur die Vermittler bedürfen einer Konzession und die Erteilung derselben wird von einigen Vorbedingungen abhängig gemacht. Die vom Gesetzgeber geplante Handelsbörse sollte sowohl Fonds- als auch Produktenbörse sein, jedoch kam eine Warenbörse bisher nicht zustande[3]). Daher sind einzig und allein die „agents de change" als Vermittler anzusehen, die „courtiers de commerce" und die Vorschriften über dieselben sind nie zur Geltung gekommen. Die „agents de change" sind formell nicht die obligatorischen Vermittler, jeder kann sie umgehen durch Eigenhandel (Loi Art. 1, I). Außer den Mitgliedern der „Société des Agents de Change" hatte man noch andere Vermittler für den Wertschriftenhandel vorgesehen und auch diesen das Recht zu Zusammenschlüssen von vornherein gewährt (Règl. Art. 4), so daß im Falle einer

---

[1]) Mémorial a. a. O. S. 54. Vgl. Loi pour l'établissement d'une bourse de commerce a Genève und Règlement dazu 1857.

[2]) Ebenda S. 58.

[3]) Brief der Société des Agents de Change vom 11. Febr. 1925.

solchen zweiten oder dritten Neubildung eines Vermittlervereins und der in den Händen der agents de change liegenden Kursbildung bald „Coterie contre coterie" eingetreten wäre[4]). Deshalb schuf man im Staatskommissär zugleich auch eine neutrale Börsenpreisbildungskontrollstelle. Im übrigen ist Staataufsicht und gesetzliche Beschränkung sehr wenig einschneidend, daher die lange Dauer des Gesetzes und seine strikte Einhaltung. Termingeschäfte sind ohne weiteres gestattet, die Differenzgeschäfte sogar wurden durch das „Loi sur les ventes àterme à la bourse du commerce de Genève" vom 22. Februar 1860 erlaubt, allerdings durch den Art. 512 (513 neu) OR. wieder verboten.

Einen ganz anderen Standpunkt nahmen die Gesetzgeber in Basel und Zürich ein. Sie hielten sich streng an das Schutzprinzip. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Börse wurde zwar allgemein anerkannt, wenngleich es nicht an Stimmen fehlte, die eine völlige Abschaffung der Börse forderten. Man war darum auch bemüht, daß die wichtige Stellung der Börse im Wirtschaftleben in nationaler wie in lokaler Beziehung nicht gemindert werde, man glaubte sogar, „daß durch eine gesunde staatliche Regelung des Börsenwesens das Niveau der Börse nur gehoben werden kann, und diejenigen Börsenkreise, die jetzt — zum Zeitpunkt des Gesetzerlasses — die Einmischung des Staates vielleicht als unangenehm empfinden mögen, werden für diese Einschränkung ihrer Freiheit und ihres Selbstbestimmungsrechtes an der Börse jedenfalls reichlich entschädigt werden, durch ein vermehrtes Ansehen, welches die Börse im In- und Ausland genießen wird"[5]). Darum verstaatlichte man zunächst die Börse in Basel vollkommen. Nicht nur, daß der Staat als Börsenunternehmer auftritt, das Börsenlokal stellt, die Einrichtung übernimmt, den Druck des Kursblattes regelt und dafür alle Einkünfte aus dem Börsengeschäftsverkehr zieht, nicht nur, daß der Staat die Aufsicht über die Börse ausübt, auch die Organisation derselben liegt ausschließlich in seinen Händen[6]); damit übernimmt der Staat alle Funktionen, welche früher der Privatinitiative überlassen waren, und infolgedessen ist ihm auch die volle Verantwortlichkeit für die Börse aufgebürdet[7]). Die Begründung des Berichtes für die Stellung des Staates als Börsenunternehmer und Bezieher sämtlicher Einkünfte ist folgende: „... daß, wenn die Börse von der Handelskammer vollständig losgelöst und der staatlichen Aufsicht unterstellt werde, ein stichhaltiger Grund für die Zuweisung der Mehreinnahmen an jene Korporation nicht mehr vorhanden sei, sondern daß vielmehr in der Zuweisung dieser Mehreinnahmen an die Staatskasse ein natürliches Äquivalent für die im allge-

[4]) Vgl. Mémorial a. a. O. S. 58 und Rapport de la Commission du Grand Conseil (4 Seiten).
[5]) Verhandlungen a. a. O. S. 9.
[6]) R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 104.
[7]) Verhandlungen S. 10.

meinen Interesse geführte staatliche Aufsicht und die damit verbundenen Auslagen — Börsenkommissariat — und Bemühungen liege."[8]) Die Gesetzgebungen wollten zunächst die geschilderten Übelstände beseitigen. Man war sich aber bewußt, daß es den Gesetzgebern nie gelingen werde, das Börsenspiel und den Börsenschwindel vollkommen auszurotten. Darum unterließ man die vollständige Beseitigung der Börse und auch die der verschiedenen Geschäfte, von denen allein das Differenzgeschäft durch Verbot der bundesrechtlichen Regelung zum Verschwinden gebracht wurde oder besser gebracht werden sollte[9]). Jedoch stellten die Kantone verschiedene Präventivmaßregeln auf, um den Mißbräuchen im Börsenwesen ihre Gefährlichkeit zu nehmen. Die Maßnahmen richten sich zunächst gegen die Träger der Börsengeschäftsvermittlung, die Sensale und Börsenagenten. Durch die Gesetze wurden die Funktionen der ersteren, besonders die Tätigkeit bei der Börsenpreisfestsetzung, auf die Staatskommissäre übertragen. Sie wurden in Basel zwar nicht abgeschafft[10]), wie ursprünglich geplant, aber ihre Zahl auf 12 beschränkt (G. § 3 I). Man tat dies in der Erkenntnis, daß man von ihnen als reine Vermittler Unparteiischkeit und absolute Zuverlässigkeit fordern müsse[11]). Auch von den Börsenagenten verlangt man gewisse Garantien, sowohl persönlicher als pekuniärer Art, unter denen als wesentlichste das Stellen einer Kaution — immer auf selben Bestand zu halten —, dann der gute Leumund des Bewerbers und der Nachweis von Fachkenntnissen zu nennen sind (G. §§ 2 II u. 8).

Von der Börse durch das Gesetz überhaupt ausgeschlossen sind in Basel:

1. Personen, die im Aktivbürgerrecht eingestellt sind, bis zu ihrer Rehabilitation;
2. Personen, gegen welche definitive Verlustscheine ausgestellt worden sind, bis zur Tilgung der Verlustscheinsforderung;
3. Personen, die mit der Bezahlung der Gebühren im Verzuge sind (§ 11).

Außer der Forderung der obengenannten Garantien stellt der Staat aber auch allgemeingültige Verbote auf, durch die die Mißstände verhütet werden sollen oder etwa schon eingetretene zu rächen sind. Die Strafbestimmungen der §§ 28 und 29 des Basler Gesetzes umfassen: die Kursbeeinflussung durch Verbreiten falscher Nachrichten oder durch Abschluß von Scheingeschäften und die dadurch gegebene Aufmunterung des Publikums, sich in Spekulationen einzulassen; die Verleitung Börsen-

---

[8]) Bericht a. a. O. S. 16.
[9]) Obligationenrecht Art. 513 und 514 (alt 512).
[10]) Gesetz betr. die Effektenbörse und den Verkehr in Wertpapieren vom 8. April 1897.
[11]) Bericht a. a. O. S. 11 ff.

unkundiger zum Börsenspiel; den Kursschnitt; sodann den Abschluß von Termingeschäften mit öffentlichen Beamten oder Angestellten von Privatgeschäften in der Schweiz ohne Zustimmung deren Vorgesetzter; gleichfalls den Abschluß von Termingeschäften mit nicht identifizierten oder mittellosen Personen; den Abschluß von Comptant-Geschäften zum Zwecke der Umgehung des verbotenen Termingeschäftes; den Abschluß von Geschäften in Wertpapieren mit unmündigen oder bevormundeten Personen und endlich jede Zuwiderhandlung gegen die gesetzlichen Vorschriften. Zu dieser Strafverfolgung der Täter tritt noch deren Verantwortung für den durch die Übertretung Dritten entstandenen Schaden nach Art. 50 OR. Beziehentlich der privatrechtlichen Regelung der Termingeschäfte sind diese zwar erlaubt, da man die Unmöglichkeit einer Beschränkung des Geschäftsverkehrs auf den Kassa-Handel einsah, doch ist auch hier der Versuch der Unterdrückung der Spekulation gemacht worden. Darum sind Bestimmungen vorhanden, die den Termin-Handel einschränken und ihn davon abhängig machen, daß bei Aktiengeschäften nur Aktien gehandelt werden, sofern das Mindestaktienkapital die untere Grenze von 5 Millionen Franken erreicht. Durch diese Vorschrift sollen vor allem „Schwänze", wenn auch nicht verhindert, so doch bedeutend erschwert werden[12]). Ferner ist der Lieferungstermin höchstens auf das Ende des folgenden Monats zu setzen gestattet, und eine Prolongation kann nur jeweils auf Monatsfrist stattfinden. Erschwert werden diese Bestimmungen noch durch die Befugnis der Börsenkommission, welche entweder den Termin der Lieferung reduzieren oder sogar die Zeitgeschäfte in einzelnen Wertpapieren ganz untersagen kann (G. § 25).

Von der Zürcher Gesetzgebung interessiert nur das Gesetz von 1912, welches mehr oder weniger eine Vervollständigung derjenigen von 1883 und 1896 bildete. Wichtig ist, daß auch hier das Institut der Sensale in seiner Vorrangstellung beeinträchtigt wird und sogar bis zur Bedeutungslosigkeit herabsinkt und deshalb, weil in der Praxis verschwunden, im neuen Gesetz seiner überhaupt nicht mehr erwähnt wird. Zürich ist in seiner Gesetzgebung zwar seine eigenen Wege gegangen, besonders 1896 bestimmte es im Gegensatz zu Genf und Basel, daß der gesamte Verkehr in Wertpapieren, also auch der außerbörsliche, dem Gesetze unterworfen sei, wie dies auch heute noch der Fall ist, aber doch konnte es sich nicht ganz frei von der Beeinflussung durch die anderen Börsen machen. Die im Gesetz von 1896 noch nicht vorhandene

---

[12]) Verhandlungen a. a. O. S. 7: „Bis jetzt haben derartige ‚Schwänze' in der Regel in Papieren von Unternehmungen stattgefunden, die verhältnismäßig ein geringes Aktienkapital besessen haben, so daß es keiner großen Kapitalmacht bedurfte, um sich in den Besitz der sämtlichen oder der meisten Aktien des Unternehmens zu setzen, um dann den Kurs geradezu vorschreiben und den Markt in diesen Papieren beherrschen zu können."

Verstaatlichung der Börse ist 1912 im Gesetz vorgesehen und seit 1914 durchgeführt[13]).

Etwas ganz Neues ist die Genehmigungsvorschrift für den Verkehr außerhalb der Börse. Auch von den außerbörslichen Vermittlern wird das Nachsuchen der Konzession, die Stellung einer Kaution und die Bezahlung einer Gebühr gefordert, wobei die Prämienloshändler scharf getrennt von den Vermittlern in den anderen Wertpapieren sind (G. § 5). Für die Börsenagenten war diese Bestimmung von Vorteil, denn dadurch sind erstens die Vorschriften über die unerlaubten Geschäfte verallgemeinert, sodann bildete dieser Geschäftsverkehr für sie eine Schädigung, denn jeder konnte außerhalb der Börse vermitteln, falls er nur seinen Geschäftsbetrieb und dessen Domizil bei der Volkswirtschaftsdirektion anmeldete. Es ist erklärlich, daß unter solchen Umständen der Wertschriftenhandel außerhalb der Börse oft in den Händen von dunklen Existenzen lag, die das Publikum mit zweifelhaften Wertpapieren versorgten, um dann auf Nimmerwiedersehn zu verschwinden[14]).

So entstand das Gesetz von 1912 hauptsächlich aus dem Grunde, diese Mängel und Lücken zu beseitigen; da in Zürich der Staat davon ausging, daß man dem Effektenbörsenverein stets eine gewisse Selbständigkeit einräumen müsse, so gab man auch hier demselben Gelegenheit, gutachtend und beratend sich über die Konzessionsgesuche auszusprechen. Außerdem schuf man nach Basler Muster einen sachverständigen Ausschuß, die Börsenkommission.

---

[13]) Protokolle des Zürcher Kantonsrats 1911—1914 S. 90: „Bis jetzt haben die Notierungsgebühren sozusagen die einzige Einnahme der Effektenbörse gebildet, wenn nun der Staat sie beansprucht, so müßte er auch die sämtlichen Ausgaben übernehmen, die Konsequenz sei die Verstaatlichung der Börse. Wenn von dieser Bestimmung (Übernahme des Kursblattes) Gebrauch gemacht werden sollte, da fielen einerseits dem Staate die Kotierungsgebühren zu, andererseits hätte er auch die Ausgaben (Mietzins für das Börsenlokal, Besoldung des Börsenschreibers) zu tragen und auch das Inventar des Effektenbörsenvereins zu übernehmen." Vgl. auch Gesetz betr. den gewerbsmäßigen Verkehr mit Wertpapieren vom 22. Dez. 1912.

[14]) Antrag des Regierungsrates zum Börsengesetzentwurf vom 14. Juli 1910 S. 14: „Zu dieser Klasse gehören z. B. die sog. ‚Remisiers', die ohne Kontrolle, im Hotelzimmer oder sonstwo große Umsätze machten, den konzessionierten Agenten entgegenarbeiteten und bei alledem abgaben- und oft auch steuerfrei blieben."

III. Staat und Genossenschaft.

Abschnitt A.

Die Staatshoheit.

§ 10.

Normen und Organe.

Der Effektenbörsenverkehr ist in hohem Maße an die börsenmäßigen Verkehrsformen gebunden. Dieselben sind aber steter Umwandlung unterworfen[1]), dann als Barometer des Wirtschaftslebens folgt die Börse den feinsten Schwankungen der äußeren volkswirtschaftlichen und internationalen Vorgänge, und ihre Träger verstehen es, für ihre Transaktionen immer vollkommenere, der fortgeschrittenen Entwicklung angepaßten, Formen zu finden, wozu außer den Einflüssen des Wirtschaftslebens auch noch der der allgemeinen Rechtsentwicklung hinzukommt. Das Gewohnheitsrecht ist jetzt wieder zu Ansehen gelangt, und gerade im Börsengeschäftsverkehr wird die Sitte, der Handelsgebrauch viel schneller und allgemeiner zu Gewohnheitrecht und als solches empfunden und geübt als irgendwo anders. Der Drang zur Typisierung macht sich an der Börse immer stark bemerkbar; die Arten des Geschäftes zu vervollkommenen und dabei zu vereinfachen, ist letzter Endzweck. Daher erklärt es sich, warum die gesetzlich festgelegten Normen in ihrer Starrheit als hemmend empfunden werden, das Rechtsgefühl des Kaufmanns geht nicht konform dem Rechtsempfinden der Juristen, die diese Gesetze machen, er ist verletzt durch die zu starre Bindung und sucht und findet Wege, zu seinem Rechte zu gelangen. Oft ohne bösen Willen versucht er das Gesetz zu umgehen, oder er legt es nach seiner Art aus, und diese Auslegung bleibt oft die siegende, von der Gemeinschaft der Böörseninteressenten anerkannte, weil in ihr der Impuls der Börse und ihrer Verkehrsformen zu fühlen ist.

---

[1]) Protokoll des Züricher Kantonsrates 1911—1914 S. 683: „Die gesetzlichen Vorschriften über den Wertschriftenhandel sind kurzlebiger Art, denn gerade dieser Verkehr, bei dem der Handel durch die Effektenbörse eine so große Rolle spielt, unterliegt beständigen Wandlungen, die um so lebhafter sind, als bei ihm auch die Wechselbeziehungen mit dem Verkehr anderer Plätze sich geltend machen."

Dem Handelsstand fehlt bei solchen starren Vorschriften die Einsicht, daß er mit der Nichteinhaltung und sogar Umgehung derselben im Unrechte ist, und da der Gesetzgeber aber nicht deshalb da ist, um von sich aus Normen aufzustellen, zu bestimmen, was sein soll, sondern das schon Seiende durch regelnde Festsetzung festzuhalten oder zu stützen, so ist es von geringerer Bedeutung für die Börsengesetzgebung, daß Normen ein für allemal aufgestellt werden, als daß die Möglichkeit geschaffen werde, jederzeit den tatsächlichen Verhältnissen angepaßte, schon in Geltung seiende, von den Börsenkreisen als rechtmäßig empfundene Regeln durch Normen als allgemein gültig anzuerkennen und so dem Börsengeschäftsverkehr zu einer gesunden und kraftvollen Entwicklung zu verhelfen. Dies geschieht durch die gesetzgebenden Organe der Börse, wobei sich Staat und Genossenschaft als Personifizierungen des gesetzten Rechts einerseits und des Gewohnheitsrechts andernteils zusammentreffen; die verwaltungsrechtlichen Bestimmungen liegen deshalb in der Hauptsache in der Hand der Börsengenossenschaften, sei es nach ihrer Ausübung, sei es nach ihrer Festsetzung. Je nach der Natur des Gesetzes sind Staatsbehörden oder die Vorstände der Korporationen mit der Verwaltung der Börse betraut. Hierbei ist Börse zunächst als Bezeichnung für das Börsengebäude, sodann im Sinne der Börsenversammlung zu verstehen.

Das Börsenverwaltungsrecht regelt in erster Linie die Handhabung der Börsenpolizei und der Börsenpflege, sodann die Normierung der Börsenabgaben. Die schweizerischen Börsengesetze unterscheiden zwar nicht, wie das deutsche, wörtlich Leitung und Aufsicht, aber diese Hauptformen der Verwaltung müssen als Grundlage jeder Börsenorganisation betrachtet werden.

Leitungs- und aufsichtsrechtliche Befugnisse sind oft in einer Person oder Behörde vereinigt, trotzdem sie im Gegensatz zueinander stehen, oder die Kompetenzen sind vermischt. So können Aufsichtsorgane nicht nur beobachten, überwachen und Mängel abstellen, auch die Regelung des Verkehrs ist ihnen mehr oder weniger überbunden. Ist der Staat Börsenunternehmer, wie in Basel und Zürich, so wird ihm auch die finanzielle Verwaltung des Börsengebäudes übertragen. Den Vertretern des Staates, den Staatskommissären liegt diese ob, ihnen sind noch besondere Börsenbeamte beigegeben, die Abwartdienste leisten. Weiter aber haben die staatlichen Börsenorgane die Pflicht, das Publikum vor den Nachteilen eines ungesunden und unsoliden Börsengeschäftsverkehrs zu schützen und die Börse im Interesse der Allgemeinheit zu fördern und in Ordnung zu halten. Die in den Börsengesetzen umschriebene Börsenpolizei, als formelles und materielles Polizeirecht, ist sowohl Aufsicht als auch Leitung des Staates, eventuell der Genossenschaften[2]). So steht das Basler Gesetz auf dem Prinzip der

[2]) Vgl. die folgenden Paragraphen dieses Abschnittes.

Normativbestimmungen mit formaler und größtenteils auch materieller Staatskontrolle, während nach dem Genfer Gesetz der Staat seinen Beamten fast nur formale Kontrollkompetenzen überläßt. Doch gehen Basel und Zürich, vor allem ersteres, weit über den Gedanken materieller Staatsaufsicht hinaus, die aufsichtführenden Behörden üben ihre Tätigkeit nicht nur bei Eintreten von Überschreitungen des Gesetzes, sondern auch bei solchen von Verletzungen der Interessen der Allgemeinheit. Das Recht des Einschreitens steht ihnen zu, um vorhandene Mißstände, die die Rechtssicherheit stören oder schädigen, zu beseitigen, ferner ist es ihre Pflicht, auch der Entstehung von Börsenschäden vorbeugend entgegenzutreten, und damit ist die Reichweite der Staatsgewalt eine enorme[3]).

Die staatlichen Behörden scheiden sich in drei Gruppen, nach ihren wesentlichsten Merkmalen. Die unterste Behörde, direkt mit der Börsenversammlung in Beziehung stehend und als Bindeglied zwischen Staat und Börsengenossenschaft, ist das Börsenkommissariat, die Aufsichtsbehörde. Eine Schöpfung der Neuzeit ist der Sachverständigen-Ausschuß, die Börsenkommission; obzwar auch diese im gewissen Umfange an der Verwaltung teilnimmt, liegt ihre Hauptaufgabe in der Erteilung von Gutachten. Als oberste Behörde ist das Regierungsorgan, welchem die Sorge für Handel und Industrie übertragen ist, tätig, und seine Aufgaben sind in der Errichtung von Vorschriften zur Normierung des Verkehrs und in der Maßgebung der obersten Entscheidung begrenzt. Ziemlich scharf lassen sich diese Grundzüge in der Basler und Zürcher Organisation und im Gesetze erkennen, während das Genfer Gesetz nur das Börsenkommissariat eingehend geregelt hat und keine Börsenkommission kennt.

§ 11.

Die Börsenkommissariate.

Der Staat hat als seine Vertreter Börsenkommissäre ernannt, die in der Ausübung ihres Amtes an die gesetzlichen Vorschriften gebunden sind. In Genf werden die Staatskommissäre durch den Regierungsrat ernannt (Loi Art. 6). Die Einrichtung dieses Instituts wurde dem Wunsche der Gesetzgeber, ein Organ zu schaffen, durch das die völlige Unabhängigkeit und Freiheit der Börse garantiert ist, gemäß geschaffen. Der Selbstverwaltung der agents de change wurde eine Behörde entgegengesetzt, die die Mängel der durch dieselben gehandhabten Leitung zu beseitigen hat; allerdings ist kaum anzunehmen, daß in Genf der Staatskommissär in dieser Funktion schon einmal tätig gewesen ist. Dem Staate bei der Einführung seiner Werte helfend zur Seite zu treten

[3]) Vgl. die Gesetzestexte.

und als neutrale Kurskontrollstelle zu funktionieren, ist seine weitere Aufgabe. Darum sind diese Funktionen Staatsbeamten übertragen, die im festen Gehalt, vom Staate bezahlt, stehen (Loi Art. 6), wodurch ihre Unabhängigkeit gewahrt wird[1]), und durch entsprechende Vorschriften wird verhütet, daß diese Aufsichtsorgane zu Vermittlern werden oder für die von ihnen geleisteten Dienste Entgelt fordern können, wie letzteres bei der Registrierung der Börsengeschäfte möglich wäre.

Die gute Haltung der Börse zu überwachen und den Handel mit nicht zugelassenen Wertschriften zu verhüten, sind die Hauptaufsichtsfunktionen (Loi Art. 6), neben die noch rein verwaltungsrechtliche Leitungskompetenzen treten, so vor allem der Vorsitz des Börsenkommissärs in den Generalversammlungen sämtlicher Börsenbesucher (Règl. Art. 1). Ihre Polizeigewalt geht ziemlich weit, sie haben das Recht und die Pflicht, jeden Unruhestifter aus der Börsenversammlung auszuschliessen (Règl. Art. 2). Nur zu zeitweisem Ausschluß sind sie berechtigt, müssen jedoch die Ordnungsstörer vor das Gericht bringen. Die Absicht des Gesetzgebers geht dahin, alle Störungen des Verkehrs und der Ordnung an der Börse zu ahnden; klar ist dies zu erkennen aus den Verhandlungen über das Gesetz, wo ausdrücklich darauf hingewiesen wurde, man möge die zu hoch angesetzten Strafen herabsetzen, damit sich die Richter nicht scheuen, das zu scharfe Gesetz anzuwenden, und die Übertretungen auch ihre Bestrafung nach sich ziehen[2]).

Weiterhin veranlassen die Staatskommissäre die Eintragung der Schlußscheine — Bordereaux — in die täglich geführten Register, diese Schlußscheine werden ihnen von den agents de change vorgelegt (Loi Art. 7). Nur die eingetragenen Geschäfte haben Gültigkeit, durch die Eintragung ist eine größere Rechtssicherheit geschaffen, und darum bescheinigen die Börsenkommissäre auch alle anderen während der Börse abgeschlossenen Geschäfte von Kontrahenten, die sich keiner Vermittlung bedienen. In einem besonderen Register sammeln sie die Unterschriften der Abschließenden, nachdem sie deren Identität nachgeprüft haben.

Da die Börse nicht mehr, wie ursprünglich geplant, ein staatliches Unternehmen ist, steht den Börsenkommissären keinerlei finanzielle Verwaltung derselben zu. Außerdem ist die Stempelsteuer, als Entschädigung für die dem Staate durch die Börse entstehenden Kosten gedacht, an den Bund übergegangen. Auch das Kursblatt ist nicht mehr in der Hand des Staates und der Börsenkommissär hat sich nicht um dessen Verteilung usw. zu sorgen, die „Société des Agents de Change" besorgt jetzt das Kursblatt (siehe S. 66 Anm. 2).

In Basel ist der Staatskommissär ebenfalls eingeführt als Organ, das mit der Aufgabe betraut ist, sowohl die gesetzlichen als auch die

---

[1]) Mémorial a. a. O. S. 71.
[2]) Mémorial a. a. O. S. 75.

reglementarischen Vorschriften zu überwachen, sowie den Gang der Börse und den Betrieb an derselben zu beobachten[3]). Im Gegensatz zu Genf ist das Börsenkommissariat nicht nur aus Staatskommissären oder deren Stellvertretern gebildet, die nichtpolizeilichen Funktionen werden hier dem Börsenschreiber übertragen. Alle Beamte werden vom Regierungsrat auf Antrag der Börsenkommission gewählt (G. § 14). Ihre Amtsdauer währt 6 Jahre. Dem Staatskommissär obliegt die ständige Beaufsichtigung der Effektenbörse und des Verkehrs an derselben, also auch die finanzielle Verwaltung (G. § 15). Doch hat er nicht nur in bezug auf das Börsengebäude als solches die vermögensrechtliche Regelung und die Verwaltung der damit verbundenen Kosten und Einnahmen, ausdrücklich ist ihm noch die Aufsicht des an der Börse stattfindenden Geschäftsverkehrs, der Träger desselben und alles, was diesem dient, auferlegt. „Sie haben sich daher im Verkehr an der Börse soweit als erforderlich zu bewegen und sich über die Formen des Börsenhandels auf dem Laufenden zu halten, um als unparteiische und zuverlässige Beobachter die Aufmerksamkeit des Staates auf etwa hervortretende Mißstände hinlenken und zugleich die Mittel zu ihrer Beseitigung angeben zu können“[4]) oder in den meisten Fällen selbst einzugreifen (G. § 15 I, 3).

Darum haben die Börsenkommissäre das Recht zu Beobachtungen, der Besuch der Börsenversammlungen ist ihnen ausdrücklich vorgeschrieben (AO. § 2 I) und sie können auch an den Generalversammlungen der „Börsenkammer“ teilnehmen. Deshalb ist letztere verpflichtet, ihnen rechtzeitig eine Einladung mit Traktandenverzeichnis zuzustellen (AO. § 8 II). Die weiteren Befugnisse des Staatskommissärs reichen weiter als die seines Genfer Kollegen, außer der Überwachung des von dem Börsenschreiber geführten Registers darf und muß er die Journale aller Börsenhändler und -vermittler prüfen, sobald er von der Börsenkommission Weisung dazu erhalten hat (AO. § 2 II). Bei dieser ist er außerdem als Protokollführer tätig und führt deren Beschlüsse nach Anordnung des Präsidenten derselben durch (AO. § 8 I). Dritten gegenüber ist er zu strengster Diskretion verpflichtet, weiter darf er in keinem Falle sich an Bank- oder Effektengeschäften beteiligen oder selbst derartige Geschäfte betreiben. Weder auf seinen Namen, noch auf eigene oder für Rechnung Dritter oder durch Dritte ist es ihm erlaubt, Termin- oder Prämiengeschäfte abzuschließen oder an Syndikatsgeschäften sich zu beteiligen. Nur mit Erlaubnis der Börsenkommission kann er eine Nebenbeschäftigung treiben, die mit seinem

[3]) Amtsordnung des Börsenkommissärs vom 2. Okt. 1897.

[4]) Kommentar zum Börsengesetz (Deutschland) von Rehm u. a. S. 37 ist auch hier als kompetent anzusehen, dies ergibt sich aus den ganzen Verhandlungen und der Verstaatlichung und aus der Prinzipienfrage bezüglich der Aufgaben des Staatskommissärs. Vgl. auch Verhandlungen S. 6.

Amte vereinbar ist, oder an der Verwaltung einer Erwerbsgesellschaft mitwirken (AO. § 5). Beinahe überflüssig erscheint die Bestimmung, daß er auch während seiner Amtsdauer wegen schwerer Zuwiderhandlungen gegen die Amtsordnung oder sonstiger Pflichtwidrigkeiten durch den Regierungsrat seiner Stelle enthoben werden kann (AO. § 9).

Im Interesse der Erleichterung seiner Aufsichtstätigkeit führt er ein Verzeichnis der regelmäßigen Besucher der Effektenbörse (AO. § 3), gleichzeitig ein gutes Mittel, um den Staat als Vertreter der Allgemeinheit über die Substanz der betreffenden Kreise zu unterrichten.

Die Kontrolle über das Kursblatt liegt gleichfalls in seinem Amtsbereich (AO. § 3), außerdem sind ihm noch verschiedene reine Leistungsfunktionen übertragen, so fällt ihm der Entscheid über die vorübergehende Zulassung von sonst nicht zutrittsberechtigten Personen zu (AO. § 4), auch kann er den Abschluß von Geschäften in nicht kotierten inländischen Wertschriften ausnahmsweise gestatten (AO. § 6). Als finanzieller Funktionär des Staates erhebt er für denselben die festgesetzten Gebühren von den nicht konzessionierten, regelmäßigen Besuchern — die konzessionierten Firmen und deren Angestellte haben freien Zutritt — und stellt dafür Jahreskarten ans (Allg. Regl. § 2 III). Um den Gang der Börse nicht zu stören und stets vertreten zu sein, sieht das Basler Gesetz noch Vertreter vor, die in Verbindung mit seinen Kommissären zur Unterstützung derselben funktionieren oder sie im Verhinderungsfalle vertreten (G. § 16).

Der Börsenschreiber hat die Führung des Börsenregisters und die Redaktion des Kursblattes inne (G. § 17).

In Zürich sind die Börsenbehörden nicht nur für den inneren Verkehr, sondern auch für allen außerhalb der Börse stattfindenden Wertschriftenhandel vorgesehen, doch kommt naturgemäß dem Börsenkommissariat fast nur ausschließlich die Aufsicht über die Börse zu (G. § 30 I). Auch hier sind Staatskommissäre, Stellvertreter und Börsenschreiber die Beamten G. § 30 II). Nicht nur, wie in Basel, den Börsenkommissären, auch dem Börsenschreiber ist jede Spekulation und Vermittlung für eigene oder fremde Rechnung untersagt(G. § 34 I), nur dem Börsenschreiber kann die Betreibung eines Nebenberufes gestattet werden (G. § 34 II). Alle Beamte sind zur Wahrung des Geschäftsgeheimnisse verpflichtet (G. § 30 II). Das Börsenkommissariat[5]) wacht über die Handhabung der Vorschriften des Gesetzes und der autonomen Erlasse, also der Statuten, soweit sie sich auf den Börsengeschäftsverkehr beziehen, der Reglemente und der Usancen (G. § 31 I).

Ferner sorgt es für die vorschriftsgemäße Veröffentlichung der Wertpapierkurse, kontrolliert die vorgeschriebene Eintragung der abgeschlossenen Geschäfte ins Börsenjournal und die Entrichtung der gesetzlichen Gebühren (G. § 31 I—II).

[5]) Pflichtordnung für das Börsenkommissariat vom 30. Juni 1896.

Jeder Börsenversammlung hat von Anfang bis zum Schlusse ein Börsenkommissär beizuwohnen (G. § 32). Derselbe überwacht die ordentliche Notierung der Börsenpreise (Geld-, Brief- und bez.-Kurse). Zum Zwecke eines richtigen Börsenpreises muß die nach jeder Sitzung zu verifizierende Originalkurstabelle von ihm unterzeichnet werden und ist erst dann allein maßgebend für die Veröffentlichung der Börsenpreise im offiziellen Kursblatt (PO. § 1). Darum ist der Staatskommissär verpflichtet, die Veröffentlichung solcher Wertpapierkurse, deren Aufstellung auf unstatthafte Weise versucht wird, zu untersagen und unterbinden (G. § 32). Machen sich über die Kursnotierung unter den Mitgliedern der Börsenvereinigung Meinungsverschiedenheiten geltend, so liegt der endgültige Entscheid bei ihm (PO. § 2).

Um die aufsichtsrechtlichen Funktionen besser durchführen zu können und damit auch die gesetzlichen Abgaben richtig bezahlt werden, ist eine nähere Kontrolle der durch das Gesetz vorgeschriebenen Journale der Börsenhändler und -vermittler eingeführt worden und der Börsenkommissär damit betraut (G. § 31 III). Mindestens einmal im Jahre nimmt er Einsicht in dieselben, sowie in die Belege für die Abschlüsse, wobei der Zeitpunkt der Einsichtnahme in der freien Wahl des Börsenkommissärs liegt. Dadurch ist ein Frisieren der Einträge für die Prüfung sehr erschwert. Ergibt eine solche Untersuchung das Vorhandensein von Unregelmäßigkeiten in der Journalführung, so hat der Staatskommissär unverzüglich der Direktion des Innern davon Anzeige zu machen (PO. § 3). Dabei kann er auch verlangen, daß ihm das Prüfungsmaterial in sein Amtslokal geliefert wird, falls sich dieses zur genauen Durchsicht als notwendig erweist (G. § 31 IV). Er ist berechtigt, den Sitzungen des „Effektenbörsenvereins" beizuwohnen, er hat sogar beratende Stimme, auch hier ist die rechtzeitige Zusendung der Einladung nebst Traktandenverzeichnis obligatorisch (PO. § 4).

Zu seinen Polizeibefugnissen gehört zunächst das Verfügen über einstweiligen Ausschluß (1—3 Tage) (G. § 37 II), allen seinen Anordnungen ist unverzüglich Folge zu leisten, auch bei eingereichtem Rekurse findet keine Aufschiebung der Ausweisungsfrist statt (G. § 33).

Am Jahresschluß hat der Staatskommissär einen Spezialbericht über die geschäftlichen Angelegenheiten, bzw. seine Tätigkeit, bei der Direktion der Volkswirtschaft einzureichen. Dieser ist das gesamte Börsenkommissariat delegiert (PO. § 6).

§ 12.

Die Börsenkommissionen.

Die zweite Rangstufe der staatlichen Börsenverwaltung nehmen die Börsenkommissionen ein. Sie sind hauptsächlich Sachverständigenausschüsse. Anscheinend nach deutschem Vorbild wurden sie zuerst

in Basel eingeführt, Zürich folgte später. In Basel besteht die Börsenkommission aus dem Vorsteher des Departements des Innern, bzw. dessen Stellvertreter, als Präsidenten, sowie sechs Mitgliedern, von denen mindestens zwei der „Börsenkammer" angehören müssen. Letztere werden vom Regierungsrate auf 3 Jahre gewählt (G. § 19).

Zunächst ist die Börsenkommission als Oberaufsicht für das Börsenkommissariat gedacht. Weiter liegt ihr der Entscheid über die Erteilung oder Entziehung der Konzession an die Bewerber ob. Nach Anhören der „Börsenkammer" wird durch sie über die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an der Börse entschieden oder auch der Ausschluß von schon kotierten Werten ausgesprochen (G. § 20).

Die Kotierungsgebühren werden gleichfalls durch die Börsenkommission festgesetzt. Neben diesen leitungsrechtlichen Kompetenzen, unter die auch der zeitweise Ausschluß von der Börse fällt, ist der Charakter des Organes als Sachverständigenausschuß deutlich zu erkennen: die Vorberatung der vom Regierungsrat zu erlassenden Reglemente und Amtsordnungen, die Begutachtung der durch denselben zu genehmigenden Statutarvorschriften und vor allem der Fragen, die ihr von ihm vorgelegt werden, sind ein wesentlicher Bestandteil ihres Aufgaben- und Wirkungskreises. Es besteht also in Basel die Börsenkommission aus einer Mischung von Oberaufsichtsbehörde und Sachverständigenausschuß (G. § 20).

In Zürich ist die Börsenkommission der von Basel nachgebildet. Als Präsident funktioniert der Direktor der Volkswirtschaftsdirektion und ihm sind ebenfalls 6 Mitglieder beigegeben, von denen mindestens 2 dem „Effektenbörsenverein" angehören müssen. Die Börsenkommissäre sind aber hier nicht untergeordnet, sondern beigeordnet, sie nehmen an den Sitzungen mit beratender Stimme teil. Die Amtsdauer der Mitglieder läuft ebenfalls 3 Jahre, doch ist im ferneren die Börsenkommission fast reiner Sachverständigenausschuß (G. § 35).

Außer längerem Ausschluß, den sie verhängen (über den durch den Staatskommissar ausgesprochenen hinaus), sind ihre Funktionen nur begutachtende und vorberatende (G. § 37).

Der Börsenkommission liegt ob (G. § 36):

1. die Vorberatung und Begutachtung der vom Regierungsrat zu erlassenden oder zu genehmigenden Reglemente;
2. die Begutachtung der Erteilung oder des Entzuges von Bewilligungen;
3. die Vernehmlassung über die gesetzgemäß zu erhebenden Konzessionsgebühren und Kautionen;
4. die Erstattung von sonstigen Gutachten zuhanden des Regierungsrates;

5. die Aufstellung unverbindlicher Vorschläge für die Wahl der Börsenkommissäre und Börsenschreiber.

In Genf fehlt diese Behörde vollständig.

§ 13.

Die obersten Leitungen.

Mit der Obergewalt über die Börsen und der Regelung der staatlichen Leitung sind an allen drei Börsen die Regierungsräte betraut. Naturgemäß sind im Genfer Gesetz dessen Kompetenzen fast kaum erwähnt, selbstverständlich liegt ihm ob die Aufstellung von Reglementen und die Fürsorge für den Vollzug derselben. Der Regierungsrat entscheidet auch über die Erteilung der Konzessionen, denn die chancellerie d'état ist nur die ausübende Behörde des conseil d'état (Loi Art. 8 I) [1]. Bei der Kotierung steht ihm Mitspracherecht zu, er hat die Möglichkeit, die Kotierung von gesetzlich nicht als richtig konstituierten Werten betrachteten Effekten und vor allem von ausländischen Valoren aus Ländern ohne Reziprozität zu untersagen (Loi Art. 2). Ferner trifft er die Wahl der Staatskommissäre und bestimmt deren Anzahl (Loi Art. 6).

In den deutschschweizerischen Gesetzen ist dem Regierungsrate ein bedeutend weiterer Kreis von Machtbefugnissen zugesprochen. In Basel wird die gesamte Leitung des Börsengeschäftsverkehrs in seine Hände gelegt (G. § 21). Durch den Erlaß eines allgemeinen Reglements und Usancen, die Feststellung der Normen für die Zulassung von Wertschriften zum Handel an der Börse, der Realisierung der Kautionen, sowie der Regelung der Rechte und Pflichten des Staatskommissärs in einer Amtsordnung wird der Verkehr an der Börse durch diese staatlichen Vorschriften vollkommen bureaukratisiert [2]. Außer dem Erlaß solcher Verwaltungsvorschriften und -verordnungen entscheidet der Regierungsrat [3] — als oberste Behörde — in allen Rekursangelegenheiten und genehmigt die Reglemente der „Börsenkammer". In allen sonst die Börse betreffenden Fragen hat er den Entscheid. Die Beamten des Börsenkommissariates und die Mitglieder der Börsenkommission werden von ihm ernannt.

In Zürich ist die oberste Leitung in die Hände zweier Organe gelegt, in Ergänzung des Regierungsrates regelt auch die Direktion der Volkswirtschaft den Börsengeschäftsverkehr (außerdem den gesamten Wertschriftenhandel). Der Regierungsrat übt in erster Linie die Legis-

---

[1] Mémorial a. a. O. S. 256.
[2] Gesetz und Reglemente betr. die Basler Börse.
[3] Vgl. Gesetz §§ 4 I, 8 II, 9, 14 II, 18—20, 21, 23 und 26.

lative aus. Der Erlaß und die Genehmigung von Reglementen, Bekanntmachungen oder Abänderungen erfolgt durch ihn, ferner ernennt er die Beamten des Staatskommissariats und die Mitglieder der Börsenkommission und entscheidet in Streitigkeiten über Staatsgebühren und Kautionen (G. §§ 7 II, 11, 17 IV, 30, 35, 36a und 38).

Die Direktion der Volkswirtschaft entscheidet dagegen in Zweifelsfällen über die Auslegung des Gesetzes, erteilt die Bewilligung (nach Einholen von Gutachten der ihr delegierten Börsenkommission, des Börsenkommissariats und des Vorstandes des „Effektenbörsenvereins"); sie gibt die Zustimmung der eventuellen Vertretung der Börsenagenten. Von sich aus kann sie die Zulassung eines Wertpapieres oder den Handel in schon kotierten Werten und die öffentliche Auskündigung verbieten (auf Antrag des Börsenkommissariats), sofern sie die kompetenten Stellen vorher gehört hat[4]). Auf Grund der Umsatzziffern setzt sie die Staatsgebühren fest, sie hat auch das Recht zu einstweiligen oder dauernden Konzessionsentziehungen (vgl. G. §§ 1 II, 2 II, 6 II, 9 I, 12, 13 II, 17 III, 22 III, 31 V, 33 und 40).

Abschnitt B.

Die genossenschaftliche Selbstverwaltung.

§ 14.

Die effektive Sonderstellung der Börsenkorporationen.

Ursprünglich bildeten in der Schweiz die Zusammenschlüsse der Vermittler Vereine mit zunftmäßigem Charakter. Die Besonderheit dieses Handelsgebietes, das nur für den Wissenden eine Quelle des Reichtums bilden kann, veranlaßt schon frühzeitig die Abgesondertheit dieser Börsenkorporationen[1]). Selbst nach der Gesetzgebung und trotz der dadurch geschaffenen formellen Freiheit des Marktes und der allgemeinen Zugängigkeit zu den Agentenstellen dauert dieser abgeschlossene Zustand an[2]). Es ist daher zu rechtfertigen, daß erst mit einer gewissen Abgeschlossenheit die Börse richtig funktionieren kann[3]). Durch die allgemeine Zugängigkeit der Börsen werden viele Glücksritter an diese Zentralkapitalstellen gezogen, in der Annahme, daß,

---

[4]) R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 110: „Es wird also in Zukunft möglich sein, die Propaganda für Titel, deren Fundierung in der Luft steht, wie sie in den letzten Jahren zum großen Schaden des Publikums von zweifelhaften Elementen wiederholt betrieben worden sind, zu unterbinden."

[1]) Vgl. Abschnitt I.

[2]) Vgl. die folgenden Paragraphen dieses Abschnittes.

[3]) Vgl. die Anmerkungen bez. Max Weber.

wo so viel Geld im Umlauf ist, auch für sie etwas abfallen wird, wie dies vor der Gesetzgebung in Deutschland an verschiedenen Börsen tatsächlich der Fall war, wo die Börsen als Tummelplatz von Subjekten galten, die aber auch in gar keiner Beziehung zum Kapitalmarkt standen und die viel zur Abneigung gegen das Börsenwesen beitrugen[4]). In der Schweiz war dies allerdings fast kaum der Fall, wenngleich ein im Großen Rat von Basel sitzender Ständerat, der noch dazu den ersten Gesetzentwurf über die Börse begutachtet und umgearbeitet hatte, sich bei den Verhandlungen folgendermaßen ausließ: „Ich gestehe offen, ich bin hier in Basel ein einziges Mal an der Börse gewesen. Ich ging nicht hin wegen Geschäften, sondern mußte dort mit jemand verkehren, und ich sage Ihnen, ich war froh, als wieder zur Türe hinaus war. Ich war auch in Paris, in Marseille usw. an der Börse, und ich habe jedesmal gefunden: Nur zu diesem Tempel hinaus! Denn es herrscht da ein Geschrei und man sagt einander Worte, die ich nicht repetieren möchte, denn parlamentarisch sind sie nicht. Ich halte es daher nicht für würdig, daß der Staat hier die Aufsicht hat, sondern ich glaube, es wäre viel richtiger, wenn die Organisation von anderer Seite geschaffen würde und der Staat nur das letzte Wort zu sagen hätte."[5])

Wenn diese Äußerung des Herrn Köchlin-Geigy auch nicht sehr berechtigt sein mag, so zeigt sie doch, wie selbst Gebildete und dem Börsenwesen Näherstehende (der Betreffende war auch noch Mitglied der Handelskammer und durchaus nicht ein Gegner der Börse) damals deren eigentliches Wesen verkannten und wie schwer es dem Juristen sein mußte, sich in dieses ihm so ferne Gebiet einzuarbeiten und seine wohltätigen Regelungen anzubringen, wie hinderlich eine solche erschwerte Erkenntnis der Sachlage für die Normierung war, zumal gerade die Börseninteressenten, ob mit oder ohne Willen, den eigentlichen Geist der Börse, ihrer Geschäfte oder ihre Organisation nicht genug klarlegten, so daß die meisten Fehler auf dem Gebiet der Organisation gemacht wurden[6]). Es sind aber auch noch andere Gründe, die den an allen drei Börsen zwar formell freien Zugang zu derselben zur effektiven Abgeschlossenheit der Börsengenossenschaften umwandelten. Für den Nichtberufenen, den Nichtfachmann ist der Besuch der Börse zum Abschluß von Geschäften daselbst durch eine natürliche Schranke versperrt, es ist auch dem Gebildeten und Erfahrenen, sofern er nicht Bank- oder Börsenfachmann ist, schlechterdings unmöglich, sich am Börsengeschäftsverkehr zu beteiligen. Die Unkenntnis der verschiedenartigen, von allen Seiten rührenden, Einflüsse auf den Geschäftsgang der Börse, die Schwierigkeit der richtigen Erkennung der so einfach erscheinenden

---

[4]) Vgl. Max Weber a. a. O. Bd. 43, dort verschiedentlich erwähnt.
[5]) Verhandlungen a. a. O. S. 13.
[6]) Vgl. Mémorial a. a. O., Verhandlungen a. a. O. und Protokolle a. a. O.

und doch so komplizierten Verkehrsformen lassen es für den Laien geraten erscheinen, sich von der Börse fern zu halten. Das persönliche Moment, das Bekanntsein des Handelnden an der Börse und mit der Börse, die Notwendigkeit einer genauen Marktkenntnis hat eine tatsächliche, ganz und gar privilegierte Sonderstellung der Börsenfachleute hervorgerufen und deren monopolartige Exklusivität bis heute gewahrt. „Eine formale Freiheit des Zutritts zum Verkehr vermindert nicht, sondern verhüllt nur die tatsächliche und notwendige Sachlage.“ [7]) Darum finden sich noch jetzt in den autonomen Satzungen der Börsenvereine, mag auch die Gesamtorganisation verstaatlicht sein, die Statutarrechte der Genehmigungspflicht unterliegen, wichtige Bestimmungen, die den Mitgliedern gewisse Sonderrechte zugestehen. Der zünftige Gedanke macht sich immer wieder, ob klar oder verschleiert, in diesen Reglementen bemerkbar, die Geschlossenheit der Börsenhändler und -vermittler ist eine naturbedingte. Schon die Einwirkung oder das ausschließliche Recht auf die Zulassung zum Vermittlergewerbe, die Bestimmungen über Rechte und Pflichten in Ausübung dieser privilegierten Gewerbe, der Erlaß von Bedingungen bei der Regelung der Technik des Börsengeschäftsverkehrs lassen deutlich erkennen, daß es die Genossenschaft der Börseaner ist und nicht der Staat, die mit ihren Vorschriften und Verordnungen den eigentlichen Charakter der Börse bestimmen [8]).

§ 15.

Die „Société des Agents de Change de Genève“ [1]).

Am klarsten und schärfsten hat die „Société des Agents de Change de Genève“ den Zunftcharakter beibehalten [2]). Ihre Autonomie ist ihr fast unbeschränkt geblieben, ihre Vorrangstellung an der Börse unangetastet. Deshalb haben alle ihr angehörenden agents de change, und ihr gehören sämtliche an, von vornherein eine Sonderstellung. Das Gesetz untersagt ihnen in keiner Weise, ihre so bedeutsame Rolle, die sie sich im Laufe der Zeit angemaßt haben, auch weiterzuspielen, es erkennt ihr durch Gewohnheitsrecht erlangtes Monopol vollkommen an, ihre persönliche Freiheit wird fast kaum eingeschränkt, denn die unbedingt notwendigen Erfordernisse, die an sie gestellt werden, können nicht als Einschränkungen betrachtet werden.

Wenn auch formell die Freiheit des Börsenverkehrs eingeführt ist, ein jeder ohne weiteres an ihr Geschäfte abschließen kann und die Vermittlung der agents de change keine obligatorische ist, so besteht

---

[7]) Max Weber a. a. O. Bd. 43 S. 101.
[8]) Vgl. die folgenden Paragraphen.
[1]) Siehe oben.
[2]) Vgl. Ami Bordier a. a. O.

effektiv eine Abgeschlossenheit der Börse und ihres Verkehrs, und die Société übertrifft darin fast ihr Pariser Vorbild und nähert sich dem der Londoner „Stock Exchange“[3]). Die Konkurrenz der Bankkreise ist nicht zu fürchten, wenigstens nicht im direkten Verkehr an der Börse, durch Übereinkünfte mit den Vertretern der Bankwelt hat es die Société verstanden, ihre Monopolstellung zu wahren und auch die Bankleute zufriedenzustellen[4]).

Bis 1913 war die Gesellschaft vollkommen exklusiv, ihre autonomen Satzungen und Reglemente bekamen nur die Mitglieder zu sehen, erst mit der in diesem Jahre erfolgten Eintragung als „société cooperative“ in das Handelsregister wurde ein Teil derselben auch Außenstehenden bekannt. Als Gegenstand nennen die neuen Statuten die Gruppierung von agents de change bei der Börse zu Genf mit dem Zweck, sich mit allem zu beschäftigen, was im Berufskreis von Börsenvermittlern liegt, die Ausübung des Berufs derselben zu regeln und die Interessen dieser Vereinigung zu wahren. Ein Erwerbscharakter kommt der Genossenschaft nicht zu (Sts. Art. 3). Ihre wirtschaftliche und administrative Tätigkeit erstreckt sich nur auf die Hebung des Börsengeschäftsverkehrs und der Sicherung der Privatinteressen ihrer Mitglieder gegenüber etwaigen Übergriffen von seiten des Staates oder seiner Behörden. Die autonomen Satzungen sind denen der Londoner „Stock Exchange“ sehr ähnlich, immer und immer wieder findet sich der Gedanke der zunftmäßigen Abgrenzung gegen außen (Statuts de la Société des Agents de Change de Genève, 17. V. 1913).

Diese Gedanken treten zunächst in den Aufnahmebedingungen für den Eintritt neuer Mitglieder sehr deutlich hervor. Obschon das Gesetz bereits bestimmte Vorschriften für den Erwerb des Charakters eines agents de change aufstellt, begnügt sich die Société nicht damit, statutarrechtlich wird der Eintritt besonders geregelt, und weit über die gesetzlichen Anforderungen hinausgehend, werden dem Neueintretenden Bedingungen gestellt, die in ihrer Schärfe am geeignetsten sind, die Zahl der Mitglieder der Genossenschaft auf das engste zu beschränken[5]).

---

[3]) Brief der Société des Agents de Change vom 11. Februar 1925: „Je vous rappelle que les banques ne traitent pas leurs affaires personellement et doivent passer dans la règle par les agents de change.“

[4]) R. Lüscher Burckhardt a. a. O. S. 22: „Zu dieser Zeit wurde auch eine Durchsicht der Courtagegesätze vorgenommen und nach langen Verhandlungen mit den Bankiers ein allseitig befriedigendes Übereinkommen getroffen. Gegen Ende 1909 tauchte der Gedanke auf, die Börse in die Liegenschaft zu verlegen, welche die Caisse d'Epargne in der Rue Petitot besitzt, die durch den Umzug dieses Instituts in ihr neues Gebäude frei wird. Die Agents allein konnten allerdings nicht daran denken, aus eigenen Mitteln ein Haus zu kaufen, das über eine halbe Million kostet. Aber die drei Gruppen, Agenten, Bankiers und Aktienbanken, welche das neue Gebäude benützen werden, nahmen jede einen Teil der Kosten auf sich und ermöglichten so die Ausführung des Projektes.“

[5]) A. Mayor a. a. O. S. 32: „Les difficultés nombreuses que la Société

Damit man sich über die Ehrenhaftigkeit des Kandidaten genau vergewissern kann und nicht einer ungenügend bekannten Person Eintritt in die Gesellschaft gewährt, machte sich die Aufstellung von Vorschriften in dieser Hinsicht nötig (Sts. Art. 6). Zunächst muß die Neueinführung durch zwei Mitglieder geschehen, die sowohl moralisch als auch pekuniär für die Ehrenhaftigkeit und Würdigkeit des Neulings Sicherheit zu leisten haben. Die Kaution ist für die Dauer von zwei Jahren zu hinterlegen, also eine ziemlich große Frist bis zur genauen Kenntnis des Betreffenden gesetzt. An den Kandidaten selbst werden persönliche Erfordernisse gestellt, die eine Garantieleistung seinerseits bilden. Genau wie es früher die Zünfte verlangten, fordert die Société den Nachweis des Betreffenden über den Besitz genügender Sachkenntnisse, wenigstens ein Jahr muß er als selbständiger agent de change am Platze gearbeitet haben. Es ist nicht ausreichend, daß er still oder als Kommanditist bei einem agent de change beteiligt war, das Gesellschaftsverhältnis mußte solidarische Haftung einschließen. Um dem Gesetze nicht zu widersprechen, muß er bei der Staatskanzlei bereits als agent de change eingeschrieben sein. Ein wesentliches Erfordernis ist ferner der Nachweis seiner Solvabilität[6]). Der Neueintretende muß sich über den Besitz genügenden Kapitals ausweisen. Das Comité ernennt einen oder mehr Delegierte, denen die genaue Prüfung der finanziellen Lage des Bewerbers aufgetragen wird und die darüber in der Generalversammlung Bericht erstatten[7]). Hierzu kommt noch, daß die Statuten das Stellen einer Kaution auch vom Kandidaten verlangen, welche zwar ursprünglich auch von den Gesetzgebern angesetzt wurde[8]), aber nicht in das Gesetz kam, so daß auch in dieser Hinsicht die Société eine Vorrangstellung einnimmt und der Verkehr der Mitglieder unter sich eine ganz andere Note bekommt als der eventuelle Freiverkehr; hier starker finanzieller Rückhalt, dort (in der coulisse) Risiko der Abschließenden und lediglich persönliches Ansehen. Dieser Kaution muß eine hervorragende Liquidität eigen sein, wie dies auch später bei den an den Staat zu leistenden Kautionen in Basel und Zürich gefordert wurde. Sie wird als Haftung für eingegangene Verbindlichkeiten betrachtet (Sts. Art. 21).

---

a eu à traverser, les garanties de solvabilité, les responsabilités, les grandes connaissances qu'exigent les besoins du métier et la nécéssité de cohésion entre les intermédiaires contribuent sans doute à maintenir ce chiffre aussi bas., ..."

[6]) A. Mayor a. a. O. S. 32: „Cette justification de fortune qui lui est imposée est une garantie pour le public et une preuve du sérieux de la Société; plus qu'une politique de maintien d'une sorte de monopole ou d'exclusion de nouveaux concurrents."

[7]) A. Bordier a. a. O. S. 23.

[8]) Mémorial a. a. O. S. 251.

Die Aufnahme erfolgt, selbst beim Vorhandensein sämtlicher Voraussetzungen und Erfüllen sämtlicher Forderungen, erst in einer Plenarsitzung, zu der ein jedes Mitglied bei Vermeidung einer Geldstrafe zu erscheinen hat, hier wird über die Neuaufnahme beschlossen (Sts. Art. 6 f). Diese Bestimmung legt gleichfalls den Zunftcharakter der Société offen, ein jeder Beteiligter soll sich über den neuen Mitarbeiter, den neuen Genossen äußern, das persönliche Moment der Entscheidung spielt eine große Rolle, denn erst wenn dreiviertel der Gesamtmitgliedschaft ihre Stimmen für „Ja" abgeben, kann der Kandidat in die Korporation eintreten. Dieselbe bestimmt also grundsätzlich allein darüber, wen sie in ihre Gemeinschaft aufnehmen will, und macht für jeden die Erfüllung der Bedingungen obligatorisch; einen auch nur verwaltungsrechtlich geltend zu machenden Anspruch auf Zulassung in Widerspruch mit den statutarrechtlichen Vorschriften und gegen den Willen der Société hat niemand. In keiner Weise ist es daher dem Staate möglich, selbst in irgendwelcher Art auf den Eintritt oder die Verweigerung der Aufnahme einzuwirken.

Von jedem Neueintretenden wird von vornherein die schriftliche Verpflichtung auf die Statuten und Reglemente der Société gefordert. Dadurch erklärt er sich als den statutarrechtlichen Satzungen unterworfen und erst durch diesen Akt wird er auf sie verpflichtet. Die Zahlung eines Eintrittsgeldes, unabhängig von den Jahresbeiträgen, ist die letzte Vorbedingung, mit deren Erfüllung der Kandidat Mitglied der „Société des Agents de Change"[9]) wird (Sts. Art. 6 g).

Der so überaus genauen Regelung des Eintritts steht eine gleichfalls sehr exakte und scharfe des Austritts, oder besser der Beendigung der Mitgliedschaft gegenüber. Mit dem Tod, der Beendigung der Geschäftstätigkeit, der Demission, dem Konkurs, der Zahlungseinstellung, sowie dem Ausschluß hört der Betreffende auf, Mitglied zu sein, sein Recht an der Genossenschaft erlischt damit vollkommen. In keiner Weise haftet der Börsenverein weiter für seine ausgetretenen Mitglieder. Der Ausgeschiedene und seine eventuellen Erben können keine Ansprüche an die Société mehr stellen, dagegen haben die Genossenschaft und ihre Genossen volles Recht auf Erfüllen der eingegangenen Geschäfte und der laufenden Forderungen. Im übrigen ist der Austritt jedem Genossen völlig freigestellt, er kann jederzeit erfolgen, sobald eine schriftliche Erklärung erfolgt ist. Der Austritt eines Mitgliedes kann nur durch die Generalversammlung genehmigt werden, ebenso kann ein etwaiger Ausschluß nur durch diese und dann nur bei absoluter Stimmenmehrheit erfolgen (Sts. Art. 7—9).

---

[9]) Brief der Société des Agents de Change vom 11. Februar 1925: „L'Etat n'a pas le faculté d'influencer d'une façon quelconque l'acceptation ou le refus d'un candidat."

Entsprechend der Negierung jeden Erwerbscharakters ist eine solidarische Haftung der Genossen völlig ausgeschlossen, für die von der Société eingegangenen Verpflichtungen haftet nur das Genossenschaftsvermögen. Bei einer eventuellen Liquidation wird die Verwendung des Reinertrags der Liquidation durch die Generalversammlung bestimmt. In keinem Falle darf er unter die Genossenschafter zur Verteilung gelangen (Sts. Art. 11 und 33).

Die Leitung der Genossenschaft liegt in den Händen des „Comité de Direktion". Die formale Bestimmung, daß dieses Vorstandsorgan aus mindestens 3, höchstens 7 Mitgliedern zu bestehen hat, ist gewohnheitsrechtlich zur tatsächlichen Zusammensetzung auf 5 Mitglieder erstreckt worden, wobei 2 nicht sofort wieder wählbar sind (Sts. Art. 12). Als Amtsdauer gilt ein Jahr (Sts. Art. 14). Durch die Nichtwiederwählbarkeit eines Teils der Komiteemitglieder soll die unaufhörliche Verlängerung der Machtbefugnisse in denselben Händen verhütet werden, denn sonst herrscht dafür das Prinzip der unverzüglichen Wiederwählbarkeit[10]). Die Wahl findet durch geheime Abstimmung statt, bei relativer Stimmenmehrheit, im Falle der Gleichheit der Stimmen haben die Älteren das Vorrecht (Sts. Art. 12). Der Präsident wird aus dem Kreis des Komitees gewählt (Sts. Art. 13), dasselbe wählt aus seiner Mitte einen Sekretär und einen Schatzverwalter. Sodann sieht es seine innere Organisation vor (Sts. Art. 15 I). Dieselbe ist kaum von der anderer Genossenschaften verschieden, doch gewinnt sie durch die der Société eigentümliche Sonderstellung einen ganz anderen Charakter, als dies gewöhnlichen Genossenschaften zusteht.

Der Kompetenzenbereich des Komitees umfaßt (Sts. Art. 16):

1. Die Verwaltung aller äußeren und inneren Angelegenheiten;
2. das Recht der Vertretung gegenüber Dritten, besonders gegen den Staatskommissär;
3. die Überwachung der Mitglieder auf Einhalten der Statutarrechte;
4. die Einberufung der Generalversammlungen;
5. die Verwaltung und Verwahrung des Gesellschaftsvermögens.
6. die Rechnungsablegung vor der Generalversammlung;
7. das Aufstellen des Budgets und von Vorschlägen beziehentlich finanzieller Maßnahmen. Außerdem ist es Pflicht des Vorstandsorgans, die Genossenschaft und ihre Mitglieder zu fördern (Sts. Art. 17). Zu diesem Zwecke ergreift es alle ihm notwendig erscheinenden Maßnahmen, um den Geschäftsverkehr zu erleichtern, was durch Erlaß von Reglementen geschieht. Das Komitee wacht darüber, daß die Geschäftstätigkeit der agents de change und besonders deren Vorrechte nicht be-

---

[10]) A. Bordier S. 23.

einträchtigt werden. Es kommt in erster Linie der Verkehr im parquet, in der der Genossenschaft vorbehaltenen Schranke, als Gegenstand der Leitungstätigkeit des Komitees in Frage. Im Falle einer Verletzung der der Société zustehenden Rechte kann ihr Vorstandsorgan den Beistand des Staatskommissärs erbitten. Die innere Verwaltung legt ihr Hauptaugenmerk auf die Regelmäßigkeit und Ordnungsmäßigkeit des Verkehrs der Mitglieder unter sich (Sts. Art. 17 II). Darum ist dem Vorstand die schiedsrichterliche Gewalt für alle inneren Streitigkeiten übertragen. Neben dieser liegt auch die Disciplinargewalt in den Händen der Genossenschaftsleitung (Sts. Art. 19). Im Falle sich gegen ein Mitglied Vorwürfe erheben, muß ihm vom Komitee Kenntnis davon gegeben werden, und nachdem der Betreffende seine Erklärungen vor dem Vorstand niedergelegt hat, obliegt es diesem, die finanzielle oder moralische Wiedergutmachung ins Werk zu setzen, je nachdem eine solche für angebracht erscheinen mag. Die Art und Weise der Wiedergutmachung wird vom Komitee bestimmt. Weigert sich der Beschuldigte aus irgendwelchen Gründen, sich der Entscheidung zu unterwerfen, so wird die Generalversammlung zusammengerufen, um als oberste Instanz zu entscheiden. Bei Vorkommen eines Falles, der nach seiner Tragweite unmittelbaren Ausschluß nach sich zieht, muß die Generalversammlung ohne weiteres vom Vorstand einberufen und ihr der Fall unterbreitet werden. Die Notwendigkeit einer unparteiischen Entscheidung bringt es mit sich, daß, sobald ein Komiteemitglied in einem solchen Rechtsstreit verwickelt ist, es sich der Beiwohnung der einen oder anderen Sitzung enthalten muß.

Diese, neben dem Ausschlußrecht des Staatskommissärs für kurze Zeit, bestehende Disziplinargewalt der Société der agents de change gilt allerdings nur für den Kreis ihrer Mitglieder. Da dieselben aber fast die einzigen Träger des Börsengeschäftsverkehrs sind, so ist eine Klärung desselben von störenden Elementen leicht möglich. Der ganzen Organisation und dem Ziel der Société entsprechend, muß angenommen werden (die Reglemente geben darüber keine Auskunft), daß zunächst jede Handlung, die sich nicht mit der Ehre eines ordentlichen Kaufmanns verträgt, Gegenstand der Behandlung durch das Disziplinarverfahren sein kann. Denn der gesamte Börsen- und Geschäftsverkehr ist auf Treu und Glauben aufgebaut, die langjährige Tätigkeit der Genossenschaft hat nur unter Einhaltung dieses Prinzips bisher stattgefunden und wird auch weiter unter dessen Berücksichtigung stattfinden, denn das höchste Ziel der Société war von jeher, als Vertreterin der Allgemeinheit ihren Schild reinzuhalten[11]). So hat die Disziplinargewalt und das anschließende Verfahren zunächst den Zweck, jede Störung des Börsengeschäftsverkehrs zu verhüten, und außerdem als zweiten

[11]) Vgl. A. Bordier a. a. O.

Zweck die strafrechtliche Verfolgung des Ruhestörers. Wie sich schon bei der Festsetzung der Strafe durch den Staat das Interesse der Vergeltung für Verstöße gegen einen ordentlichen Verkehr an der Börse geltend gemacht hat, so ist auch bei der Société im Interesse der Aufrechterhaltung der Zucht und Ordnung sowohl gegen innen als nach außenhin die Absicht, den Missetäter nicht zu schonen und Strafen tatsächlich anzuwenden. Es ändert nichts an der großen Bedeutung der dem Komitee übertragenen Disziplinargewalt für die leitungsrechtlichen Befugnisse der Société, daß eine Ausübung bisher kaum stattgefunden haben dürfte. Wichtig ist auch, daß der Beklagte von seinen Genossen gerichtet wird. Der enge Kreis der Mitgliedschaft, das jahrelange Zusammenarbeiten, die meist über den Umfang der Geschäftsbeziehungen hinausreichenden persönlichen Verbindungen machen es erklärlich, daß in jedem Fall eine gerechte und den Verhältnissen tatsächlich entsprechende Verurteilung gewährleistet wird. Die private Disziplinargerichtsbarkeit des Genossenschaftsvorstandsorgans hat absolut keine Beziehungen zur begrenzten Börsengerichtsbarkeit des Staatskommissärs oder zum kantonalen Strafrecht. Sie ist völlig unabhängig davon, ein Rekurs an die Regierung ist nicht möglich. Der Betreffende kann sich ihr entziehen, indem er aus der Société austritt, die privatrechtliche Regelung seiner Angelegenheiten läßt keinerlei öffentlichrechtliche Folgen und eine strafrechtliche Verfolgung zu, wenn dies nicht schon aus dem Tatbestand an und für sich der Fall ist. Der durch Beschluß der Genossenschaft Ausgeschlossene oder sonstwie Ausgetretene kann um Zulassung bei den anderen Börsen nachsuchen, ohne von vornherein den Ausschlußgründen unterworfen zu sein, wie dies bei einer rechtlichen Verfolgung von seiten der staatlichen Börsen- oder anderen Behörden, im Falle des Verstoßes gegen die öffentlichrechtlichen Bestimmungen eines derartigen Börsengesetzes oder andere Gesetze, möglich ist. Es kann hier nicht die Frage näher erörtert werden, ob die Société verpflichtet ist, ein nur ihr bekanntes Vergehen oder Verbrechen, das gegen die allgemeinen öffentlichrechtlichen Gesetze verstößt, den betreffenden Behörden anzuzeigen. Dafür spräche, daß sie als Inhaberin und Ausüberin der Leitungsrechte an einer öffentlichrechtlichen Einrichtung einesteils verpflichtet wäre, die öffentlichrechtlichen Organe zu unterstützen, während man aber andernteils den privatrechtlichen Charakter der Genossenschaft betrachten muß und auch darauf sein Augenmerk richten soll, daß die „Société des Agents de change" zur Ausübung ihrer Tätigkeit keinerlei Konzessionen bedarf, also auch nicht delegierte Behörde ist. Und man kann von einer privaten Gesellschaft nicht verlangen, daß sie das Interesse ihres Ansehens schädigt und gegen sich selbst auftritt, denn der Betreffende war ja ihr Mitglied, ein Bestandteil der Gemeinschaft. Meines Erachtens ist die Genossenschaft, oder besser ihr Vorstand als Börsenleiter nur im Umfange seiner

Tätigkeit als solche, d. h. also im Rahmen der Börse und ihres Verkehrs, verantwortlich, und dieser hat seine Pflicht schon getan, wenn er dem Übeltäter die Möglichkeit einer weiteren Störung und die Ausübung seiner Tätigkeit am Platze entzieht.

Dem Vorstand sind noch weitere Kompetenzen übertragen. Er ist berechtigt, zu jeder Zeit die finanzielle Lage der Genossenschaft einer Prüfung zu unterziehen, und hat das Recht zur Einsichtnahme in die Bücher, sobald er dies für notwendig erachtet. Darum kann er auch die Kaution revidieren, d. h. sich über die Liquidität derselben vergewissern und etwaige Ergänzung des Bestandes derselben zur vorgeschriebenen Höhe fordern. Gegenüber der Genossenschaft hat er deshalb keinerlei Verantwortlichkeit. Im Falle der Zahlungseinstellung eines Genossenschafters geht das Komitee in seiner Eigenschaft als Vorstandsbehörde vor, und zwar auf dem raschesten Wege, um die Liquidation herbeizuführen und die Exekution zwischen dem Betreffenden und seinen Kollegen eingegangenem Geschäfte ins Werk zu setzen. Außenstehende haben kein Recht an den Kautionen. Die Genossenschafter müssen sich vorher schon verpflichten, die vom Vorstand unternommenen Schritte gutzuheißen (Sts. Art. 21).

Durch Kollektivunterschrift zweier Komiteemitglieder bei Urkunden und sonstigen Erklärungen ist die Genossenschaft verpflichtet (Sts. Art. 22).

Die Selbstverwaltung wird vom Komitee ausgeführt, dagegen die Selbstbestimmung von der Generalversammlung. Der Erlaß autonomer Satzungen liegt in deren Händen, und dadurch wirkt sie, wenn auch nicht so direkt wie das Leitungsorgan, auf die Börse im größten Maße ein. Sie bestimmt souverän über die ihr vorgelegten Fragen (Sts. Art. 23 sf.).

Die übrigen statutarrechtlichen Bestimmungen sind von keinem Interesse, sie berühren nur die Einberufung der Generalversammlung und bringen an sich nur Parallelen derartiger Bestimmungen anderer Genossenschaften.

§ 16.

Die „Basler Börsenkammer".

Im krassen Widerspruch zur Genfer Börsengenossenschaft steht die Basler Börsenkammer in bezug auf ihre Leitungs- und Verwaltungskompetenzen. Sie umfaßt alle Inhaber und Vertreter der im Handelsregister des Kantons Baselstadt eingetragenen Bank- und Efektengeschäfte, sowie die Börsensensale (G. § 3). Letztere sind aber kaum mehr vorhanden, bei Einführung des Gesetzes erwarb jedenfalls kein einziger Vermittler die Konzession als Börsensaal. Im Gegensatz zu den Bestimmungen der „Société des agents de change" dürfen in

Basel auch nichtkonzessionierte Bank- und Effektengeschäfte als Mitglieder der Börsenkammer beitreten, sofern sie der Pflicht der Eintragung genügt haben[1]). Zum Teil stellt das Gesetz selbst die Bestimmungen für die Konstitution dieser Börsenvereinigung auf, in der Hauptsache sind diese in den Statuten derselben enthalten, müssen jedoch von der Börsenkommission begutachtet werden und unterliegen der Genehmigung des Regierungsrates.

Als Zweck wird angegeben (Stn. § 2):

Die Erleichterung des Verkehrs in Wertpapieren auf dem Platze Basel durch regelmäßige tägliche Abhaltung einer Mittags- und einer Abendbörse nach Maßgabe des Gesetzes und die Besprechung gemeinschaftlicher Interessen, sowie die Vorberatung der der Börsenkammer zur Begutachtung vorgelegten Fragen (Statuten der Börsenkammer, gen. 15. Dez. 1897).

Als Träger der genossenschaftlichen Verwaltung und Leitung sind Vorstand und Generalversammlung vorgesehen (Stn. § 3). Der Vorstand besteht aus 5 konzessionierten Mitgliedern und wird in geheimer Abstimmung gewählt. Als vorberatende und vollziehende Behörde der Börsenkammer hat er deren Verwaltung zu besorgen, er übt alle der Generalversammlung nicht ausdrücklich vorbehaltenen Befugnisse aus. Im Namen der Genossenschaft obliegt ihm die Verständigung mit der Börsenkommission und dem Börsenkommissär über alle diejenigen Angelegenheiten, die im allgemeinen Interesse der Börse und dem Interesse der Ordnung an derselben liegen. Eine Wahrung der Spezialinteressen kann er also nicht ausüben, da die Börsenkammer keine unabhängige Vereinigung ist, sondern ihr Rechte und Pflichten vom Staate vorgeschrieben sind, ihre Machtbefugnisse sind nur delegierte, alle ihre Beschlüsse, soweit sie über die internen Angelegenheiten hinausgehen, bedürfen der Genehmigung, während die „Société des agents de change" völlig unabhängig und frei ihre Börsenleitung ausüben kann. Wohl kann in beiden Fällen das Privileg zurückgezogen werden, die Autonomie der Genossenschaften durch Gesetz denselben genommen werden, aber solange dies nicht geschieht, ist die statutarrechtliche Verfassung der Société für den Kreis ihrer Mitglieder und in den meisten Fällen für alle Börsengeschäfte durch Vermittlung darüber hinaus gültig, während die Basler Börsenkammer lediglich Hilfsorgan des Staates ist, zur Börsenleitung fast kaum mehr herangezogen wird. Darum sind die Kompetenzen des Vorstands immer vom Gesichtspunkte der unmittelbaren Staatshoheit zu betrachten (Stn. § 12 I—III).

Der Vorstand soll während der Dauer der Börsensitzungen durch ein Mitglied an denselben vertreten sein. Zu seinen speziellen Befug-

[1]) Auch die Mitglieder der Börsenkammer sind im Besitze eines Privilegs, denn nur sie sind befugt, Termin- und Prämiengeschäfte an der Börse abzuschließen.

nissen gehören: Die Ernennung von Delegierten behufs Mitwirkung bei Aufstellung des Kursblattes (geschieht jetzt nicht mehr durch die Mitglieder selbst, sondern man hat Angestellte mit dieser Funktion betraut[2]). Weiterhin obliegt dem Vorstand die Antragstellung zu Handen der Börsenkommission (Stn. § V b):

1. über die Annahme von neuen Effekten zur regelmäßigen Notiz;
2. über die Festsetzung der Kotierungsgebühren;
3. über die gänzliche oder zeitweise Streichung kotierter Werte;
4. über die Entziehung der Mitgliedschaft wegen Vergehens gegen kaufmännischen Anstand (G. § 4 I).

Sodann prüft der Vorstand in Verbindung mit dem Börsenkommissär die Eingaben bezüglich Forderungen an die staatliche Realkaution und verteilt nach Veräußerung derselben den Erlös nach einem gemeinsam mit Obigem aufgestellten Verteilungsplan, tritt also als Massenverwalter auf. Immer wieder macht sich die Abhängigkeit der Börsenkammer und ihrer Vertretung vom Staate, das nur Zuhilfeziehen, bemerkbar (Reglement für die Realisierung der Realkautionen §§ 2—6, 8).

Der Vorstand wird auf ein Jahr gewählt. Sitzungen finden statt, so oft der Präsident solche für nötig erachtet, oder sobald 2 Mitglieder des Vorstands solche beantragen. Die Einladungen zu den ordentlichen Sitzungen haben 3 Tage vorher schriftlich zu erfolgen (Stn. § 13). Zur gültigen Beschlußfassung ist die Anwesenheit von mindestens 3 Mitgliedern erforderlich. Die Beschlüsse werden durch absolutes Mehr gefaßt, der Präsident stimmt mit und seine Stimme gibt bei Stimmengleichheit den Ausschlag (Stn. § 15).

Die ordentliche Generalversammlung findet jährlich im Laufe des ersten Quartals statt und hat zum Zweck die Entgegennahme des Jahresberichts, die Vornahme der Wahlen und die Erledigung sonstiger Geschäfte der Genossenschaft (Stn. § 4). Ihre Beschlußfähigkeit ist erreicht bei Anwesenheit eines Drittels sämtlicher Mitglieder (Stn. § 5). Bei den Wahlen und Abstimmungen haben mehrere Vertreter einer Firma nur das Recht einer Stimme. Im allgemeinen gilt der Grundsatz des absoluten Mehrs. Der Präsident ist stimmberechtigt und hat bei Abstimmungen den Stichentscheid, die Wahlen werden bei Stimmengleichheit durch Los entschieden (Stn. § 8). Die Einberufung außerordentlicher Generalversammlungen findet statt auf Beschluß des Vorstands oder auf Gesuch von mindestens 10 Mitgliedern innerhalb 14 Tagen (Stn. § 6).

---

[2]) R. Lüscher-Burckhardt S. 123; vgl. auch ferner bei diesem III. Kapitel: Statuten und Reglemente, S. 120 sf.; vgl. ferner die Statuten § 12 V a.

Die Generalversammlung hat folgende Aufgaben (Stn. § 9):

1. wählt sie Vorstand, Präsidenten und Vizepräsidenten;
2. wählt sie die beiden Schiedsrichter und deren Ersatzmänner;
3. setzt sie die Statuten fest und revidiert sie;
4. beratet sie über Vorschläge zur Abänderung des allgemeinen Reglements und der Usancen z. H. der Börsenkommission;
5. beratet sie über Anträge betr. Ausschluß von Mitgliedern z. H. der Börsenkommission;
6. faßt sie Beschluß über alle Geschäfte, die der Vorstand ihr zur Behandlung überweist.

Die Börsenkammer umfaßt sowohl parquet als coulisse, ihre Mitglieder sind Eigenhändler oder Vermittler (vgl. darüber das Allgemeine Reglement § 2 I).

§ 17.

Der „Effektenbörsenverein Zürich".

Eine ganz andere Stellung hat die Vereinigung der Börsenvermittler in Zürich. Von Anfang an war sich der Gesetzgeber bewußt, daß es angebracht sei, dem Effektenbörsenverein eine gewisse Selbständigkeit zuzuerkennen und den Interessenten eine gewisse Einflußnahme auf den Börrsengeschäftsverkehr und die Organisation desselben zu gestatten, doch hat man auch für die Einschränkung der Befugnisse derselben vorgesorgt durch die Genehmigungspflicht für die autonomen Satzungen[1]). Wenn auch die Autonomie keine unbedingte, wie in Genf ist, so besteht doch für die Börsengenossenschaft in Zürich viel mehr Freiheit in ihrem Handeln, als dies der „Basler Börsenkammer" zukommt, im weitesten Maße Selbstverwaltung und Selbstbestimmung[2]). Der „Effektenbörsenverein" selbst entsteht kraft Gesetzes, er wird durch die Gemeinschaft der Börsenagenten gebildet (G. § 10 I). Somit haben wir eine durch Normativbestimmung ins Leben gerufene Genossenschaft, deren Verhältnisse durch Statutarrechte geregelt werden und deren autonomen Satzungen tief in das Börsenwesen eingreifen. Die Mitglieder des Vereins arbeiten für ihre eigene Rechnung, unter alleiniger Verantwortlichkeit. Solidarhaftung ist ausgeschlossen. Eine private Börsengemeinschaft zu bilden mit Vereinscharakter oder in sonst einer Form einer juristischen Person ist streng untersagt, es ist also kein Konkurrenzunternehmen möglich und der Staatsaufsicht können sich die Mitglieder nicht durch Bildung eines solchen entziehen (G. § 10 II). Der Zweck der Börsengenossenschaft wird gleichfalls durch das Ge-

[1]) Kommissionalantrag zum Gesetzentwurf vom 27. Nov. 1882 S. 6 sf.
[2]) Vgl. Statuten, Reglemente und Usancen, sowie Börsenordnung des „Effektenbörsenvereins".

setz mitbestimmt (G. § 11), die Erleichterung des Verkehrs in Wertpapieren ist derselbe, aus diesem Grunde und von diesem Standpunkt aus werden die statutarrechtlichen Bestimmungen erlassen, sie bilden nicht nur die Regelung der internen Vereinsverhältnisse wie in Basel (Stn. § 3).

Die Organe des „Effektenbörsenvereins" sind der Vorstand, die Rechnungsrevisoren, das kontrollierende Mitglied und „last not least" die Generalversammlung (Stn. § 4).

Der Vorstand wird auf 2 Jahre gewählt, bei sofortiger Wiederwählbarkeit, doch kann ein wiedergewähltes Mitglied die Annahme verweigern, sobald es bisher ein Amt im Vorstand ausgeübt hat (Stn. § 9 I—II). Der Vorstand versammelt sich auf Einladung des Präsidenten oder auf Begehren der Mehrheit seiner Mitglieder, so oft sich die Notwendigkeit einer Zusammenkunft ergibt (Stn. § 9 III). Aus seiner Mitte wählt er den Vizepräsidenten, den Quästor, den Aktuar und den Protokollführer (Stn. § 9 VII). Der Präsident leitet die Sitzungen, sowohl die des Vorstandes als die der Generalversammlung, und er vertritt den Verein nach außen. Mit einem Mitglied des Vorstandes führt er die verbindliche Unterschrift (Stn. § 10). Im Verhinderungsfalle wird er vom Vizepräsidenten vertreten (Stn. § 11). Der Quästor besorgt die Kassengeschäfte und das Rechnungswesen. Dagegen ist er nicht Schatzverwalter, Vereinsgelder und Werttitel sind bei einer von der Generalversammlung zu bezeichnenden Bank zu deponieren. Für deren Rückbezug bedarf es der Kollektivunterschrift des Quästors und des Präsidenten (Stn. § 12). Der Aktuar besorgt die Korrespondenz des Vereins (Stn. § 13). Dem Protokollführer obliegt die Führung der Protokolle über die Vorstandssitzungen und die Generalversammlungen (Stn. § 14).

Der Vorstand behandelt als geschäftsführende Behörde in seinen Sitzungen zunächst alle an die Generalversammlung zu richtenden Anträge. Durch periodische Prüfungen überwacht er die Kautionen der Mitglieder, übernimmt jedoch in keiner Weise eine Verbindlichkeit für die Bonität derselben. Ferner sorgt er für die Ausführung der Beschlüsse der Generalversammlung und ordnet die Vollziehung allfälliger schiedsgerichtlicher Urteile an. Er prüft die Anmeldungen für die Einführung neuer Wertschriften zum Handel an der Börse auf Grund der ihm gemäß des betr. Reglementes zu unterbreitenden Vorlagen und stellt dem Verein diesbezügliche Anträge. Ferner kommt ihm zu die Prüfung von Anzeigen betr. Zuwiderhandlungen gegen bestehende Verträge, sodann fordert er die von ihm für verfallen erachteten Konventionalstrafen ein (z. H. des Vereinsvermögens). Eventuell vertritt er die Interessen sämtlicher Mitglieder gegenüber dem Verzeigten vor dem Schiedsgericht (Stn. § 9 II—VI, VIII).

Von Gesetzes wegen hat der Vorstand auch eine Einflußnahme bei der Erteilung der Konzession, indem er auch dafür Gutachten erteilt

(G. § 2 II). Obschon der Staat so schlauerweise die ihm zukommende Verantwortlichkeit auf die Schultern des Vereinsvorstandes abwälzt, muß doch berücksichtigt werden, daß dadurch die Möglichkeit der Steuerung des Zutrittes unlauterer Elemente zum Wertschriftenverkehr, nicht nur der Börse, sondern in seiner Gesamtheit, vergrößert wird. Denn auch die außerbörslichen Vermittler und unter diesen wieder die Prämienloshändler werden, da sie neuerdings gleichfalls um Konzession nachsuchen müssen, schärfer unter die Lupe genommen, und das Recht des Effektenbörsenvereins, sich über die Würdigkeit dieser Herrschaften auszusprechen, ist ein für ihn sehr vorteilhaftes. Die Mitglieder haben, als stetig mit dem Kapitalmarkt in Berührung stehend, die beste Kenntnis der tatsächlichen Verhältnisse. Sie können durch das Gutachten den Staat auf Dinge aufmerksam machen, die diesem nicht bekannt sind, gar nicht bekannt sein können, weil sie eine vollkommene Vertrautheit mit dem Geschäftsverkehr vorraussetzen, und dadurch die schlechten Elemente von vornherein abhalten[3]).

Als ausübendes Organ der Exekutiv- und Administrativgewalt hat der Vorstand auch das Recht, bei Zuwiderhandlungen gegen die Satzungen, Reglemente und Usancen oder gegen die Beschlüsse des Vereins, sowie bei Ruhestörungen und ungebührlichem Benehmen an der Börse mit Disziplinarstrafen vorzugehen. Als solche sind Geldbuße, Ordnungsruf und zeitweiser Ausschluß vorgesehen (Stn. § 28). Außerdem erstreckt sich seine leitungsrechtliche Befugnis auf die Zulassung von sonst nicht zulassungsberechtigten Personen, sofern sie durch ein Vereinsmitglied eingeführt werden, und er kann auch Nichtmitgliedern, die die Börse regelmäßig besuchen wollen, dieses gestatten und sie gegen Lösung einer Jahreszutrittskarte dazu berechtigen (Stn. § 29 I—II).

Die ordentliche Generalversammlung findet spätestens im Monat Februar eines jeden Jahres statt. Sie ist beschlußfähig bei Anwesenheit von mindestens Dreiviertel sämtlicher Mitglieder (Stn. § 5 I). Die Einladungen erfolgen bis zu 3 Tagen vor der Sitzung durch Anschlag im Börsenlokal unter Angabe der Traktanden (Stn. § 7). Bei den Wahlen und Abstimmungen gilt der Grundsatz des absoluten Mehrs, der mitstimmende Präsident gibt bei Stimmengleichheit den Ausschlag. Über die Beschlüsse wird genaues Protokoll geführt und deshalb in der nächstfolgenden Sitzung zur Genehmigung vorgelegt (Stn. § 8 I—II).

[3]) Wenn A. Maag (a. a. O. S. 49 Anm. 4) schreibt: „Meines Erachtens hat aber der Vorstand des E. V. damit zu tun, wenn Firmen oder Banken sich zur ‚außerbörslichen' Tätigkeit im Wertschriftenhandel anmelden", so verkennt er durchaus die Sachlage und berücksichtigt nicht die oben angegebene Sachkenntnis desselben und weiter die gerade von diesen außerbörslichen Vermittlern — Remisiers — drohende und unlautere (d. h. wenigstens in vielen Fällen) Konkurrenz. Es ist aber Sache des E. V., den Platz rein zu halten von solchen.

Die Generalversammlung nimmt vor (Stn. § 5 II a—h):

1. die Wahl des Vorstandes und dessen Präsidenten (geheime Abstimmung);
2. die Wahl der Rechnungsrevisoren;
3. die Abnahme der Jahresrechnung und Dechargeerteilung an den Vorstand;
4. die Wahl des Schiedsgerichts;
5. die Festsetzung der Statuten, Reglemente und Usancen und der Börsenordnung;
6. die Beschlußfassung über die Jahresbeiträge der Mitglieder;
7. die Beschlußfassung über die vom Vorstande zur Behandlung überwiesenen Vereinsgeschäfte;
8. die Beschlußfassung über Motionen von Mitgliedern.

Die Rechnungsrevisoren haben die Jahresrechnung und die Kautionendepots der Mitglieder zu prüfen und darüber einen schriftlichen Bericht an die Generalversammlung zu erstatten (Stn. § 15).

Das kontrollierende Mitglied hat für die richtige Notierung der ordnungsgemäß erfolgten Abschlüsse zu sorgen und das Originalkursblatt mit zu unterzeichnen. Durch den Vorstand wird die Reihenfolge der Mitglieder festgesetzt, die je auf eine Woche die Kontrolle während der Börse über die vom Börsenschreiber aufgeschriebenen Börsenpreise haben, alle Vorstandmitglieder sind während ihrer Amtsdauer von dieser Pflicht befreit. Die Namen der Kontrollierenden werden im Börsenlokale angeschlagen (Stn. § 16).

Während in Basel infolge der engen Begrenzung der Leitungsrechte und der völligen Abhängigkeit der „Börsenkammer" vom Staate formell wie materiell die Einführung von zunftähnlichen Sonderbestimmungen zwecks Exklusivierung unmöglich gemacht ist, hat auch der „Züricher Effektenbörsenverein" nach Genfer Muster solche in seine statutarrechtlichen Satzungen aufgenommen. Bezüglich der Mitgliedschaft ist zunächst zu sagen, daß persönliche Momente nur insofern in Frage kommen, als das Statut allgemeine Ausschlußbestimmungen, die auch für Nichtvereinsmitglieder Geltung haben, erlassen hat. Schwer Vorbestrafte, schlecht Beleumundete, Ehrlose, Zahlungsunfähige und Konkursiten sind völlig ausgeschlossen, der Besuch der Börse ihnen untersagt (Stn. § 29 III a—g). Daneben tritt noch das Verlangen auf, den Kreis der Mitglieder selbst zu beschränken, und zwar nur diejenigen aufzunehmen, die den Ansprüchen des Vereins auf Solidität und Ansehen genügen. Da nun die konzessionierten Börsenagenten ipso jure Mitglieder der Börsengenossenschaft sind, so hat der „Effektenbörsenverein", teils aus Exklusivitätsgründen, teils aus Gründen der Sicherheit, die Forderung nach einer zweiten, unabhängig von der staatlich geforderten Realkaution, zu bestellenden Sicherheit erhoben. Diese

Kaution umfaßt die ansehnliche Höhe von 50 000 frs. und ist ausschließlich als Garantie für die richtige Abwicklung der im Bereich der Mitglieder abgeschlossenen Geschäfte bestimmt (Stn. § 18). Dadurch bekommt der Charakter des Vereins einen mehr zünftigen Anstrich, er ist nicht mehr so sehr als Schöpfung des Staates, sondern als private Korporation zu betrachten. Die Konzessionäre sind nicht mehr in dem Grade als staatlich delegierte Börsenorgane wirksam, sie bilden durch diese finanzielle Sonderbestimmung einen mehr geschlossenen, zünftlerischen Kreis. Private Interessen treten dadurch mehr in den Vordergrund, auch dadurch, daß es Pflicht eines jeden Mitgliedes ist, einen säumigen Kollegen, der seine Verbindlichkeiten nicht erfüllt, sofort dem Vorstande schriftlich anzuzeigen (Stn. § 20 I). Das rasche Verfahren, das sodann der Vorstand zur Ordnung der Angelegenheit einleitet (Stn. § 20 III—IV), ferner die Enthebung des Vereins von jeder Verantwortung geben dem „Effektenbörsenverein" eine ganz andere Stellung, als sie die „Basler Börsenkammer" einnimmt (Stn. § 21 II). Dort steht der Börsenagent unmittelbar unter Einfluß des Staates, man kann ihn als dreiviertelamtlichen Beamten bezeichnen, während der Zürcher nur halbamtlich funktioniert, die Basler Börsengenossenschaft ist nur pro forma Leiter des Geschäftsverkehrs an der Börse und der Staat die maßgebende Stelle, während in Zürich die Börsenkorporation neben dem Staate steht, mit dem Staate die Verwaltung besorgt und sogar ihre Bestimmungen denen des Gesetzes gleichgestellt sind; der Staatskommissär hat ausdrücklich darüber zu wachen, daß auch die statutarrechtlichen Maßregeln des „Effektenbörsenvereins" nicht verletzt werden. In Basel kommt der Börsengenossenschaft eine effektive Leitungsfunktion nicht zu, selbst bei der naturbedingten Sonderstellung der Börsenagenten hat doch der Verein derselben keinen sehr großen Einfluß auf die Organisation der Börse, der Staat drängt sich zwischen den Verein und seine Mitglieder, er zerreißt gewissermaßen das enge Band zwischen beiden. In Zürich kommt es vor, daß trotz der Genehmigungspflicht Maßregeln bestimmt sind, die nicht ganz konform der des Gesetzes sind, z. B. die Vorschrift, daß Personen, die den gesetzlich zugelassenen Spieleinwand anwenden, kein Recht zum Besuch der Börse haben. Mit dieser Maßnahme stellt sich der Verein gegen den Staat, er anerkennt dessen Normen nicht, er versucht die Einrede von „Spiel und Wette" als unabwendbar für den Börsengeschäftsverkehr zu erklären, einer der deutlichsten Beweise, wie das Rechtsgefühl des Börsenfachmannes von dem des Gesetzgebers abweicht, der Börsenhändler oder -vermittler betrachtet den Spieleinwand als ungesetzlich, dagegen das Differenzgeschäft als erlaubt, der Legislator stellt sich gerade auf entgegengesetzten Standpunkt[4]).

[4]) Statuten des Effektenbörsenvereins § 29 III: „Vom Besuch der Börse

Trotzdem der „Effektenbörsenverein“ als Mitglieder hauptsächlich juristische Personen hat, macht sich bei ihm der zünftlerische Gedanke fast so stark geltend wie bei der Genfer „Société des Agents de Change“, die sich oft über, nicht nur neben den Staat als Leiterin stellt; es ist eben doch zu sehen, daß auch juristische Personen dieselben Interessen wie natürliche haben, und der Gedanke eines naturbedingten engen Zusammenschlusses ist die Grundidee des zwar staatlich hervorgerufenen Vereins, es ist daran zu erinnern, daß derselbe mit dem früheren „Effektenbörsenverein“ nichts mehr gemeinsam hat — letzterer hörte mit seiner Auflösung auf zu existieren und ist nicht als Vorgänger des jetzigen zu betrachten — als eben die Idee der Exklusivität, des engen Zusammenschlusses. Der Gedanke des Schutzes aller und damit auch des Einzelnen ist wohl bei einer Vereinigung juristischer Personen zuerst in diesen Börsenvereinen aufgetaucht, die auf ähnlichen Prinzipien beruhenden Kartelle, Trusts und sonstige Monopolgemeinschaften kommen erst später zur Entstehung.

Abschnitt C.

Die Normativregelung der inneren Organisation.

§ 18.

Reglemente und Usancen.

Die Leitung der Börse erstreckt sich zunächst auf die Verhinderung und Beseitigung von Störungen des Geschäftsverkehrs, unterschiedlich von der dieselbe Befugnis ausübenden Staatsaufsicht regelt die Leitung das allgemeine äußere Verhalten und die Formen des Geschäftsverkehrs. Je nach den der Leitung zustehenden Kompetenzen finden diese Normativbestimmungen, es handelt sich meist um aufgenommenes Gewohnheitsrecht oder schriftliche Festsetzung von Handelsgebräuchen, allgemeine oder spezielle Anwendung. In Genf sind zwei Börsenordnungen vorhanden, das Reglement des Regierungsrates gilt für den gesamten Börsengeschäftsverkehr, während das Reglement der „Société des Agents de Change“ zunächst nur den Geltungsbereich auf den Kreis der Mitglieder erstreckt, obwohl die Zulassungsbestimmungen für Wertschriften gewohnheitsgemäß Anwendung auf jede Zulassung finden und alle, die die Einführung eines Titels an der Genfer Börse wünschen, sich ihnen unterwerfen müssen. Die Zürcher Re-

---

sind ausgeschlossen: f) Personen, welche sich ihren Verpflichtungen aus Geschäftsabschlüssen durch die Einrede von ‚Spiel und Wette‘ zu entziehen gesucht haben.“

gierung hat dem „Effektenbörsenverein" eine sehr weitgehende Autonomie zugesichert, die von diesem aufgestellten Vorschriften haben gleiche Bedeutung wie die staatlichen. Dagegen hat Basel die Autonomie der „Börsenkammer" auf das geringste beschränkt und alle Sondervorschriften sind wie das Gesetz vom Staate erlassen.

Die Reglemente enthalten formellrechtliche Bestimmungen über die äußeren Formen des Börsengeschäftsverkehrs und materiellrechtliche für die Rechtsgeschäfte an der Börse. Durch letztere wird der Inhalt derselben genau festgesetzt, ein Eingriff in die Vermögensrechte der Abschließenden ist unvermeidlich und notwendig; darum liegt der Erlaß derartiger Bestimmungen in den Händen der Korporationen. Die enge Zusammengehörigkeit, der begrenzte Kreis der Mitglieder usw. mindern erheblich diese Einmischung in Privatverhältnisse. Nur die allgemeinen, mehr formellen Vorschriften werden vom Staate in besonderen Reglementen aufgestellt. Aber in Basel hat der Staat auch die vermögensrechtlichen Beziehungen der Börsenbesucher geordnet, weit hinausgehend über seine eigentliche Aufgabe und die ihm zustehende Börsenhoheit überschreitend. Damit bewegt sich der Staat außerhalb der Grenzen seiner Kompetenzen, er soll nur die Volkswirtschaft vor Gefahren schützen, aber nicht sich in privatwirtschaftliche Verhältnisse einmischen, denn dies ist bei der Börse nicht nötig, während es anderswo, z. B. bei dem Versicherungsgeschäft, als unumgänglich erscheint[1]).

Abgesehen von Basel, hält der Staat das Prinzip der Aufstellung von Geschäftsbedingungen und die Sorge für Hintanhaltung von Störungen derselben ein und begnügt sich damit, während er die Regelung der privatwirtschaftlichen Beziehungen den Börsengenossenschaften überläßt. Darum sind nach dem Gegenstand der Regelung zu unterscheiden: Reglemente mit Administrativvorschriften und Reglemente mit privatrechtlichen Bestimmungen. Die Zusammenfassung der staatlichen Vorschriften, sofern solche nicht schon im Gesetze oder einer unmittelbar daran anschließenden Verordnung (Zürich) aufgestellt sind, geschieht in den Börsenordnungen. Dieser Ausdruck wird allerdings nur in Zürich angewendet und dann noch für die vom „Effektenbörsenverein" erlassenen Maßregeln, ist aber zum besseren Verständnis für das „Allgemeine Reglement" der Basler Börse und das von dem Regierungsrat erlassene Reglement in Genf zu gebrauchen. Während also in Zürich der Erlaß einer Börsenordnung ein Akt autonomer Rechtssetzung ist, sind die Börsenordnungen der anderen Kantone staatlich aufgestellt. Die Börsenordnungen betreffen aber nur die Regelung solcher Gegenstände, die ihnen vorbehalten oder — wie in Zürich —

---

[1]) Vgl. die vom Basler Regierungsrat erlassenen: Allgemeines Reglement, Usancen, Reglement für die Zulassung zum Handel an der Börse (Wertpapiere) und Reglement betr. die Realisierung der Realkautionen (siehe S. 46 Anm. 2).

ausdrücklich zugewiesen sind, so daß sie unmittelbar als objektive Rechtsnormen wirken und nicht wie die autonomen Satzungen aus einem Unterwerfungswillen ihre Rechtskraft herleiten. In Gegensatz dazu treten die Reglemente der Genossenschaften, die nur für die Mitglieder Geltung besitzen, während den Börsenanordnungen die Gesamtheit der Börsenbesucher unterworfen ist. Diese Spezialreglemente erfahren eine Ergänzung durch die Usancen, Aufzeichnungen von Geschäftsgebräuchen.

Im Gegensatz zum deutschen Recht hat in Basel die schriftliche Festlegung dieser Gebräuche, die sich speziell für den Börsengeschäftsverkehr herausbilden, nicht nur deklarative, sondern auch konstitutive Wirkung, die Usancen haben tatsächlich bindende Kraft und jeder Börsenbesucher muß sich denselben unterwerfen[2]). In Zürich ist der Geltungsbereich dieser Usancen zunächst streitig, da aber den Nichtmitgliedern des „Effektenbörsenvereins" statutarrechtlich verboten ist, Geschäfte in Wertpapieren innerhalb des Börsenlokals unter sich abzuschließen und so die Vermittlung durch konzessionierte Börsenagenten obligatorisch wird, so ist der Geltungsbereich der Usancen auch auf die Auftraggeber indirekt ausgedehnt. Formell anders ist es in Genf, wo ausdrücklich eine Unterwerfung unter die statutarrechtlichen Bestimmungen durch schriftliche Verpflichtung der Neueintretenden vorgeschrieben ist und sich also zunächst der Geltungsbereich nur auf den Kreis der agents de change erstreckt. Aber auch in Genf ist effektiv die Möglichkeit des Abschlusses von Geschäften an der Börse nur durch die Vermittlung der agents de change gegeben, und auch hier erstrecken sich die Usancen in ihrer Geltung auf die Auftraggeber, also über den Bereich der Mitglieder hinaus. Es ist demnach festzustellen, daß diese Bestimmungen, seien es privatrechtliche der Börsengenossenschaften oder seien es öffentlichrechtliche des Staates und seiner Behörden, für alle Geltung haben, die am Geschäftsverkehr an der Börse teilnehmen wollen, die Usancen können also gleich den administrativen Vorschriften als Normen des objektiven Rechtes betrachtet werden. Eine vertragsgemäße Vereinbarung kann nur in Genf zwischen Auftraggeber und agent de change erfolgen. Aber diese Usancen sind in Genf von vornherein in der Rechtswirkung beschränkt, sie dürfen nicht gegen zwingendes Recht verstoßen, und ferner überhaupt nicht wirksam können sie Gegenstände regeln, die der Disposition der Parteien entzogen sind[3]). In Zürich wird die Möglichkeit eines Verstoßes der

---

[2]) Vgl. H. Rehm und andere a. a. O. S. 45 Anm. 14 und ferner das Allgemeine Reglement für den Geschäftsverkehr an der Basler Börse § 3 sowie das Gesetz § 295.

[3]) Ergibt sich logischerweise aus der Verstaatlichung und ist formell zu Recht bestehend, effektiv ist die Stellung der Börse gegenüber dem Staate

Usancen gegen die Gesetze und Verordnungen behoben durch die Genehmigungspflicht, wodurch der Staat ohne weiteres die nichtzulässigen Vorschriften streichen oder deren Abänderung vornehmen kann [4]).

---

eine völlig freie. Vgl. Brief der Société vom 11. Februar 1925: „L'independance de la Bourse de Genève vis-à-vis de l'Etat est absolue."

[4]) Züricher Gesetz betr. den gewerbsmäßigen Verkehr mit Wertpapieren vom 22. Dez. 1912: „§ 11. Der Effektenbörsenverein ist verpflichtet, Statuten, Reglemente und Usancen aufzustellen und dem Regierungsrat zur Genehmigung zu unterbreiten ..."

IV. Die Börseneinrichtungen.

Aus der Gesamtorganisation hervorzuheben sind die einzelnen Börseneinrichtungen, die z. T. als allgemeine — Zulassungsstelle, Kursfeststellung —, z. T. als spezielle — Abwicklungsstellen für Termingeschäfte den Geschäftsverkehr an der Börse regeln und erleichtern; dabei fallen die in den Gesetzen selbst vorgesehenen Einrichtungen ipso jure unter die Staatsaufsicht, während die nur von den Börsengenossenschaften eingeführten und errichteten, da sie unabhängig von den Gesetzen geschaffen worden sind, keiner materiellrechtlichen Staatsbeeinflussung unterliegen. Diese Institutionen haben eine sehr wichtige Bedeutung im Leben der Börse, deshalb hat sie der Staat zum Teil seinem Einfluß unterworfen oder sich die Errichtung solcher vorbehalten, während andererseits der Staat klug genug war, ihre Leitung der privaten Initiative zu überlassen. Im folgenden soll vor allem die wirtschaftliche Bedeutung dieser Börseneinrichtungen klargelegt werden, sodann die sich daraus ergebenden rechtlichen Beziehungen und endlich die Stellung von Staat und Genossenschaft zu diesen Einrichtungen und ihre wechselseitigen Einwirkungen auf die einzelnen Institutionen einer Betrachtung unterzogen werden.

§ 19.

Die Zulassungsstelle.

Aus der Tatsache, daß heute die Börsen ihren ursprünglichen Charakter als freien Markt verloren haben, nur noch eine privilegierte Minderheit von Börsenhändlern und -vermittlern die Entscheidung darüber hat, wie ein großer Teil des Volksvermögens zu verwenden ist, machte es sich notwendig, den Handel an der Börse nicht mehr der Willkür des Einzelnen zu überlassen, sondern die Vorgänge an der Börse einer Regelung zu unterziehen. Neben vielen anderem ist vor allem die Einrichtung der Börsenzulassungsstelle von Bedeutung, denn dadurch wird eine regulierende Behörde geschaffen, die sich mit der Prüfung der zuzulassenden Wertschriften beschäftigt; das Gute vom Schlechten auszusondern und nur das Solide zum Handel an der Börse zuzulassen, den Börsengeschäftsverkehr so zum Nutzen der Allgemeinheit zu ordnen, ist ihre Hauptaufgabe. Die Zunahme von Wertpapieren in der modernen

Volkswirtschaft und der damit immer größer werdende Anteil der in diesen ausgedrückten Kapitalien am Volksvermögen — in der Schweiz sind von rund 30 Milliarden Franks Volksvermögen rund 11 in mobilen Werten, d. h. Aktien und Obligationen angelegt[1]) — macht die Effektenbörsen zu Sammelbecken von Kapitalien, deren schlechte oder leichtfertige Verwendung eine Katastrophe für die Nation bedeutet. Darum ist an fast allen Börsen die Einrichtung solcher Zulassungsstellen vorgenommen worden. Genf, Basel und Zürich bestimmen ausdrücklich über die Zulassung in ihren Gesetzen.

Allerdings ist das Genfer Gesetz, entsprechend seinem freiheitlichen Charakter und der zur damaligen Zeit noch nicht so fortgeschrittenen Kapitalisierung, sehr weitherzig, es bestimmt nur, daß jeder negoziable Wert gehandelt werden kann, und überläßt die Auslegung, was unter negoziablem Wert verstanden werden soll, dem Börsengebrauch. Nur eine kleine Einschränkung sieht das Gesetz vor; der Regierungsrat hat das Recht, die Kotierung gesetzlich nicht genügend konstituierter Werte und vor allem ausländischer Wertschriften aus Ländern, an deren Börsen keine Schweizerwerte gehandelt werden dürfen, zu untersagen (Loi Art. 2). Die „Société des Agents de Change" hat sich des Zulassungswesens angenommen und von ihrer Seite aus eine besondere Stelle dafür geschaffen. Ferner hat sie ein besonderes Reglement für die Zulassung von Effekten zum Handel an der Genfer Börse erlassen und so immerhin dem Zulassungswesen eine ordentliche Grundlage verschafft. Als Zulassungsstelle ist das „Comité de direction" tätig, seine Aufgaben sind durch das Reglement nur in einigen Punkten dargetan und dabei nicht sehr klargelegt[2]). Zunächst ist es selbstverständlich, daß das Komitee die formellrechtlichen Erfordernisse auf ihre Erfüllung zu prüfen hat, Ausnahmen von diesen Vorschriften sind für Genfer Werte und von einigen auch für alle anderen Effekten zugelassen (R.C. III und IX). Wenn diese Erfordernisse aber zur Gültigkeit bestehen und nicht erfüllt worden sind, oder wenn in einem zugelassenen Wertpapier innerhalb eines Jahres keine oder nur schwache Umsätze stattfinden, so darf die Zulassungsstelle dasselbe streichen. Diese Streichung eines Valors vom Kote findet ebenfalls statt, wenn die Mehrheit der Genossenschafter sie verlangt (R.C. VIII). Dem Präsidenten ist auch hier ein Sonderrecht zugestanden, er kann den Abschluß in nicht kotierten Werten ausnahmsweise erlauben (R.C. IX). Die Société als solche behält sich das Recht der Einführung von Werten vor, für die keine Zulassung beantragt worden ist, aber eine solche im allgemeinen Interesse

[1]) A. Meyer, Die Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens, in Zeitschr. f. Schweiz. Statistik u. Volkswirtschaft 1916 S. 109. Künftig nur unter A. Meyer zitiert.

[2]) Règlement sur l'admission des valeurs à la cote de la bourse de Genève, juillet 1903.

ist (R.C. VII). Diese wenigen Bestimmungen geben über die Tätigkeit der Zulassungsstelle und ihre Kompetenzen Auskunft, da aber dieselbe mit dem Komitee als Vorstandsbehörde eine Personalunion bildet, gelten die Vorschriften für das Vorstandsorgan wenigstens im großen und ganzen auch für die Zulassungsstelle. Demzufolge ergeben sich nach den aus dem Statut ersichtlichen Rechten und Pflichten erhebliche Weiterungen der Kompetenzen der Zulassungsstelle, und vor allem ist der Punkt bedeutend, daß die persönliche Meinung der Vorstandsmitglieder maßgebend für die Zulassung wird, denn analog dem Statut Art. 15 kann das „Comité de direction" über seine Rechte und Pflichten, soweit sich nicht durch das Statut bestimmt sind oder gegen seinen Charakter als Leitungsorgan verstoßen, selbst bestimmen, und die Stimmenmehrheit der Mitglieder ist entscheidend für seine Beschlüsse. Also kann das Komitee auch als Zulassungsstelle materiellrechtliche Fragen von sich aus lösen und weit über die im Reglement betr. Zulassung aufgestellten Vorschriften hinaus besondere Maßnahmen bei der Zulassung treffen, entweder generell oder speziell. Die enge Verknüpfung der Kompetenzen erklärt sich aus der Konstitution der „Société des Agents de Change" als Genossenschaft, die Zulassungsstelle ist nicht als besondere Behörde anzusehen, zumal das Reglement selbst den Präsidenten als genehmigungsberechtigt erwähnt und auf die Société als solche hinweist (s. o.). Selbstverständlich hat das „Comité de direction" in seiner Eigenschaft als Zulassungsstelle auch die Verantwortung gegenüber der Gemeinschaft der Mitglieder und dadurch ist eine genaue und sorgfältige Prüfung am besten gewährleistet.

Eine ähnliche Stellung nimmt der Vorstand des „Effektenbörsenvereins" in Zürich ein, aber die Voraussetzungen sind andere, denn während die Société als eingetragene Genossenschaft unabhängig vom Staate ist, nur den Vorschriften über die Genossenschaft und der börsenrechtlichen Regelung unterworfen, steht der „Effektenbörsenverein" unter Staatsaufsicht, die sich auf die Zulassungsstelle erstreckt. Zunächst ist das von ihm erlassene Reglement betr. Zulassung der Genehmigungspflicht unterworfen, dem Staate ist von vornherein eine Einflußnahme auf die Regelung des Zulassungswesens zugestanden (s. o.). Als Zulassungsstelle ist der Vorstand des Vereins genannt, ihm liegt die Prüfung der Gesuche ob (R. Zulassg. 5). Er hat auf die Innehaltung der reglementarischen Vorschriften zu achten. Seine Tätigkeit wird wichtig bei der Prüfung der Unterlagen — Prospekte, Statuten und ev. Jahresberichte —, weiterhin darf er zur eingehenden Untersuchung das Stellen von noch anderen Unterlagen fordern und Aufschlüsse über ihm wichtig erscheinende Fragen verlangen. Dadurch wird das materielle Recht der Zulassungsstelle auf breiteste Basis fundiert, denn jetzt ist es möglich, Forderungen an den Gesuchsteller zu richten, durch deren Erfüllung eine eingehende Prüfung des Wertes ermöglicht wird. Der

Zweck der Zulassung, die Einführung von Werten mit gesicherter Grundlage wird dadurch am ehesten erreicht. Ausdrücklich ist die Zulassungsstelle dazu befugt, die aufgestellten Normen über die Zulassung bei der Prüfung zu beachten, sie ist sogar dazu verpflichtet (Stn. § 9 VI). Nicht nur auf Einhaltung der formellrechtlichen Bestimmungen kann sie dringen, sie muß prüfen, ob die materiellen Grundlagen den Verpflichtungen in den eingereichten Prospekten entsprechen, ob der effektive Tatbestand mit dem geschilderten übereinstimmt. Sind die formellen Bedingungen nicht erfüllt oder besteht keine Übereinstimmung der geschilderten mit den effektiven Verhältnissen, so kann der betreffende Titel nicht zugelassen werden, oder falls dieses später, nach erfolgter Kotierung, eintritt, so wird er aus dem Kote gestrichen (R. Zulassg. 7). Die Zulassungsstelle ist durch diese Bestimmung geradezu verpflichtet, sich um den effektiven Tatbestand zu kümmern. Auch in Zürich hat der Vorstand als vertretungsberechtigtes und geschäftsführendes Organ zugleich die Funktionen der Zulassungsstelle inne, und außerdem hat der „Effektenbörsenverein" einen Einfluß auf die Kotierung. (Über den Staatseinfluß siehe oben.) Es liegt in seiner Macht, andere schon bestehende Werte zum Handel an der Börse einzuführen, sofern dies als im Interesse des Platzes notwendig erscheint (R. Zulassg. 9).

Einen ganz anderen Charakter nimmt die Regelung des Zulassungswesens in Basel. Nicht nur die Normativvorschriften des Reglements, sondern auch die Zulassungsstelle liegt in den Händen des Staates (s. o.). Um aber die Börsenkommission in ihrer Eigenschaft als solche nicht zu sehr den Angriffen der Börsenagenten auszusetzen, ist dem Vorstand der „Börsenkammer" die erste Prüfung der Gesuche überlassen. Er muß darüber Gutachten erstatten (R. Zulassg. § 2 IV). Damit wird lediglich bezweckt, daß die Verantwortung auf mehrere Schultern zu ruhen kommt, der Verein nicht nur kritisch, sondern auch moralisch haftend an der Zulassung teilnimmt. Eine eingehende Prüfung ist zwar nicht direkt vorgeschrieben, ergibt sich aber mit Notwendigkeit aus der Erteilung des Gutachtens. Die Börsenkommission entscheidet über die Zulassung und über den Ausschluß der Wertpapiere (R. Zulassg. § 1). Letzteres geschieht von Amts wegen durch Widerruf, sobald die formellrechtlichen Vorschriften nicht erfüllt sind (R. Zulassg. § 7 III). Dieselben umfassen Garantie für die Kotierungsgebühren, Dauer der Kotierung auf 5 Jahre, Zahlbarkeit der Zinsen und Dividenden oder verlosten und gekündeten Stücke spesenfrei am Platze, regelmäßige Ankündigung über die betr. Schweizerwerte in einer Basler Tageszeitung oder im „Schweizer Handelsblatt" (R. Zulassg. § 4). Ferner kann die Börsenkommission von sich aus oder auf Antrag des Vorstandes der „Börsenkammer" die Zulassung auf den Kassahandel beschränken, d. h. die Terminfähigkeit der Werte auf einige Zeit aufheben, sofern Anzeichen des Spiels oder künstlicher Kursbeeinflussung vorhanden sind

(R. Zulassg. § 8). So ist eine Handhabe geboten, unlauteren Maßnahmen entgegenzutreten. Die Börsenkommission ist zunächst verpflichtet, die Innehaltung der reglementarischen Vorschriften zu prüfen, außerdem wird das Gutachten der „Börsenkammer" wichtig, indem es die Möglichkeit gibt, die materiellen Grundlagen zu berücksichtigen, und dadurch der Schutz der Allgemeinheit gewährleistet (G. § 20 I d). Zu erwähnen ist noch, daß der Börsenkommissär das Recht der Genehmigung des Abschlusses in nicht kotierten Werten hat (G. § 22 II).

Die Organisation der Zulassungsstelle aber nicht allein, sondern auch die Aufstellung von Normativbestimmungen spielt im Zulassungswesen eine große Rolle. Während bei der Organisation der betreffenden Stelle mehr das Verhältnis der Börse zum Papier zutage tritt, ist hier das Verhältnis des Emissionärs zum Papier geregelt. Die Frage der Emission ist unbedingt mit der der Zulassung verknüpft, daran ändert auch die Tatsache nichts, daß die Börse nicht immer die gegebene Vermittlerin zwischen Ausgeber und Aufnehmer sein muß. Es kommt oft in der Schweiz vor und ist vielleicht sogar die Regel, daß neuentstandene Papiere durch die Vermittlung der Banken unmittelbar an das Publikum abgesetzt werden, aber doch ist meistens mit dieser unmittelbaren Abgabe die Einführung an der Börse verbunden, das Interesse des Börsenpreises für den Kunden bringt dies mit sich[3]). Deshalb sind für den Antragsteller die aufgestellten Vorschriften von größter Bedeutung. Es wurde schon angedeutet, daß die betreffenden mehr formeller Natur sind, Zürich stellt materielle Forderungen nur bezüglich der Höhe des Gesamtkapitals auf (R. Zulassg. 3), Basel fordert genaue Angaben materiellrechtlicher Natur, indem es für die im Prospekt zu machenden Angaben eine klare Aufstellung gibt, was dieselben enthalten sollen (R. Zulassg. § 3). Es geht darin nach deutschem Muster vor. Die Anträge für die Zulassung der Wertpapiere zum Handel an der Börse müssen begleitet werden durch bestimmte Erklärungen über den materiellen Untergrund, was meist in Prospekten und Statuten geschieht. Darum schreiben die Genfer Bestimmungen vor, daß 5 Emissionsprospekte und die gleiche Anzahl von Statuten — sofern es sich um eine Gesellschaft handelt — und Jahresberichten beizugeben sind (R.C. I), Zürich schreibt deren je 12 vor (R. Zulassg. 2), während Basel nur je 1 fordert (R. Zulassg. § 2 II).

Für die Richtigkeit der Angaben besteht nur in Basel die Haftung, wodurch aber ein weitgehender Schutz der Allgemeinheit gewährleistet ist[4]). Denn, wenn auch die Zulassung zwar nur für die Börse erfolgt,

[3]) A. Meyer a. a. O. S. 110: „Die Notierung an der Börse bildet auch heute noch für jedes Wertpapier eine wertvolle Erhöhung seiner Umsatzfähigkeit; sie stellt gewissermaßen einen Geleitbrief für den Werttitel dar."

[4]) Reglement für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an der Börse (Basel) § 2 II: „... und für deren Richtigkeit der Antragsteller nach bestem Wissen einsteht."

so ergeben sich aus ihren Folgen weitgehende Einwirkungen auf das gesamte Wirtschaftsleben. Nicht nur die Interessenten, also die Besitzer der Wertpapiere, sondern auch das anlagesuchende Publikum hat größtes Interesse daran. Der Absatz eines nicht zugelassenen und notierten Effekts ist mit solch großen Schwierigkeiten verknüpft, daß es schwer wird, ihn durchzuführen; der Besitzer von kotierten Wertschriften hat dagegen jederzeitige Absatzmöglichkeit an der Börse, er nimmt eine Vorrangstellung ein. Deshalb ist es heute noch Usus, trotz der Bankenvermittlung zwischen Ausgeber und Abnehmer, die Zulassung nachzusuchen. Für die Allgemeinheit wird dadurch die Möglichkeit gegeben, sich leichter und besser über die Solidität und Bonität eines Wertpapiers zu vergewissern, was — vor allem bei Auslandswerten — sonst für die meisten ein Ding der Unmöglichkeit ist. Die Einführung unsolider Papiere wird durch die Notwendigkeit der Erfüllung der vorgeschriebenen Bedingungen erheblich unterbunden, die Gefahr der Verbreitung solcher Effekten, besonders auf die Unwissenden, d. h. kapitalschwachen Käufer sich erstreckend, kann zwar nicht ganz behoben, aber ihr doch erhebliche Schwierigkeiten in den Weg gelegt werden. Die kleinen Leute nehmen mit Vorliebe hochverzinsbare Wertpapiere, die in der Regel weniger solide Basis besitzen; natürlich rechnen die Betrüger darauf, und so wird gerade in diesen Wertschriften am meisten Geld eingebüßt. Diese volkswirtschaftlichen Schädigungen berücksichtigt der Gesetzgeber vor allem in Basel, darum die ausgedehnten Vorschriften, darum der Prospektzwang. Deshalb letztens ist auch die Zulassungsstelle einer staatlichen Behörde anvertraut, denn der Gesetzgeber wollte eine unparteiische Stelle bilden, deren Mitglieder fern jeder Spekulation stehen sollen. Und ein solches neutrales Organ ist die Börsenkommission, die dem Legislator am geeignetsten erschien, Gewähr zu bieten für die Zulassung von nur gutfundierten Werten. Jedes andere Kollegium, vor allem, sobald es sich aus Börseninteressenten zusammensetzt, ist nach dieser Ansicht völlig untauglich für eine neutrale Zulassungsstelle. Egoistische, rein privatwirtschaftliche Interessen drängen sich anscheinend mit Naturnotwendigkeit hervor, die Frage nach Solidität des Effekts tritt in den Hintergrund, der Umstand der Spekulationsfähigkeit ist allein maßgebend, je nach der besseren oder schlechteren Verwertungsmöglichkeit zu börsenmäßigen Spekulationen wird bei einer solchen korporierten Zulassungsstelle der Entscheid günstig oder ungünstig ausfallen [5]). Wenn diese Behauptung auch etwas zu kraß ist, damit nicht behauptet werden soll, daß nur ausbeutungsfähige Wertschriften Gnade vor einer solchen Behörde fänden und die gutfundierten, streng soliden Titel wegen ihrer nicht sehr großen Bewegungsfähigkeit im

[5]) Vgl. den Bericht der Großratskommission Basel, VI: Das Kotierungswesen.

Hintergrund bleiben würden, so ist doch die Möglichkeit gegeben, daß in allzu großer Berücksichtigung der Gewinnchancen Effekten in den Börsengeschäftsverkehr gelangen würden, deren Grundlagen dem Prinzip von Solidität und Bonität nicht entsprechen würden. Dieser Standpunkt des Gesetzgebers ist von der durchaus irrigen Annahme der Börse als schädliche Institution, hervorgerufen durch die Krise von 1891[6]), die damals die Ansicht der Allgemeinheit über die Börse im schlechten Sinne beeinflußte, ausgegangen, und deshalb stellte sich der Staat auf den Boden eines sehr strengen Schutzprinzipes; dazu kommt noch, daß die Bestimmung über die der Zulassungsstelle zustehende Ausschlußfähigkeit eine staatliche Behörde erforderte, denn „für solche Maßregeln ist unbedingt ein unparteiisches, unbeteiligtes Organ erforderlich, wenn dieselben mit dem richtigen Takt und überhaupt in jeder Beziehung richtig durchgeführt werden sollen; denn es ist ja die Gefahr nicht ausgeschlossen, daß wenn interessierte Kreise den Ausschluß eines Papiers von der Börse zu verfügen haben, sie sich durchaus von ihren eigenen Interessen, die nicht immer die Interessen der Gesamtheit oder der Mehrheit der Interessierten sein würden, leiten lassen“[7]). In diesen Bestimmungen folgt Basel genau den Spuren Deutschlands, das Schutzprinzip ist scharf betont. Der Prospektzwang an und für sich ist sehr nachahmenswert, notwendig wird er bei Kapitalerhöhungen und Konvertierungen, da bei der Vornahme derselben oft die Sicherheiten eskamotiert werden (Max Weber).

Die begutachtende und notwendigerweise vorprüfende Tätigkeit des Vorstandes der „Börsenkammer“ ist m. E. von großem Vorteil, denn dadurch wird den Börseninteressenten selbst Gelegenheit gegeben, ihre Sachkenntnis zu verwerten und nicht-reelle Werte an der Zulassung zu verhindern, besonders wenn die materiellen Grundlagen nur Eingeweihten bekannt sind und nicht aus dem Prospekt die wichtigsten Angaben hervorgehen. R. Lüscher-Burckhardt wendet sich aber gegen diese Vorprüfung, sie bildet nach seiner Annahme durch die Doppelspurigkeit der Behandlung eine Verlangsamung des Verfahrens, und die Basler Börse würde dadurch Schaden erleiden, indem sie bei gleichzeitiger Einreichung des Antrages die Beratung noch nicht vollendet habe, wenn die anderen Börsen das Papier schon längst eingeführt haben. Er schlägt deshalb eine besondere Zulassungsstelle zu schaffen vor, die aus Mitgliedern der „Börsenkammer“ und aus Mitgliedern der Börsenkommission sich zusammensetzen soll[8]). Dieser Vorschlag ist sehr beachtenswert, denn eine staatliche Kontrolle ist an und für sich unangenehm, besonders sobald es sich um Einführung ausländischer

---

[6]) Siehe S. 11.
[7]) Verhandlungen a. a. O. S. 7.
[8]) R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 150.

Werte handelt, außerdem ist die Börsenkommission gebunden an die gesetzlichen Vorschriften, die eigene Initiative fehlt ihr. Die freie oder doch relativ freie Tätigkeit der Zulassungsstellen in Genf und Zürich läßt diesen die Möglichkeit, je nach der Sachlage Maßnahmen zu treffen, für die sie nur den hinter ihnen stehenden Korporationen verantwortlich sind, wenn auch das Aufsichtsrecht des Staates einen gewissen Einfluß zu üben vermag. Dagegen ist der amtliche Charakter der Börsenkommission die Ursache einer mehr bureaukratischen Prüfung und außerdem dadurch noch behindert, daß deren Mitglieder nicht über eine so ausreichende Fachkenntnis verfügen können, wie dies bei einem Kollegium aus Börsenfachleuten gegeben ist.

Die Frage des Zulassungswesens wurde später vom Nationalrat A. Meyer, zugleich Chefredaktor der N.Z.Z., nochmals angeschnitten, er unterzog die bestehenden Einrichtungen einer scharfen Kritik [9]). Meyer warf den Börsen vor, daß sie die allgemeinen Interessen nicht genug berücksichtigen. Daß bei der Zulassungserteilung privatwirtschaftliche Interessen vorangestellt würden und die „Finanztechnischen Fragen" in den betreffenden Reglungen keine klare Lösung gefunden hätten. Er bezeichnete die Kotierungsvorschriften in der Schweiz als dürftig und behauptet, daß es nur die gewohnheitsmäßigen Requisiten eines jeden Prospektes seien, die Basel aufstellt. Das Fehlen der materiellrechtlichen Bestimmungen bezeichnete er als hindernd. Sein Vorschlag von 1915 ging dahin, die Sachlage durch ein Bundesgesetz zu klären, in dem die Neuordnung des Börsenwesens bestimmt werden sollte, er verlangte eidgenössische Kontrollinstanzen für die Überwachung aller Emissionen, auch der Auslandswerte, ein ziemlich tiefeingreifender Vorschlag [10]). Speziell für die Zulassung stellte er Forderungen auf, zunächst eine eidgenössische Regelung durch Normativbestimmungen, dann Einführung des allgemeinen Prospektzwanges und die Haftbarkeit der Emissionshäuser, wobei er sich auf das deutsche Börsengesetz berief. Die Zulassungsstelle sollte durch materiellrechtliche Bestimmungen in den Stand gesetzt werden, die Prüfung gründlich vorzunehmen, es könne sich nicht nur um ein Werturteil über Solidität und Bonität des betreffenden Effekts handeln, sondern auch dessen Publizität müsse eingehend untersucht werden. Der Hauptzweck der Zulassungsstellen ist es, dem anlagesuchenden Publikum keineswegs die Prüfung der Werte selbst abzunehmen, es handelt sich nur um eine Erleichterung derselben, indem man dem Publikum die Möglichkeit gibt, das Wertpapier auf Grund der vorliegenden Unterlagen selbst zu beur-

[9]) Vgl. W. Stucki a. a. O. S. 135 sf. Stucki gibt über diese Meyerschen Vorschläge ein sehr eingehendes Bild. Dort ist auch auf die noch später zu erwähnenden Fragen eines Bankenaufsichtsgesetzes hingewiesen und der Kapitalexport einer besonderen Würdigung unterzogen.

[10]) Vgl. Bericht der N. Z. Z. vom 12. April 1916 über Meyers Vortrag.

teilen, ihm so die Prüfung in die Hände legt. Deshalb verlangte Meyer unbedingte Prospekthaftung mit nicht nur zivilrechtlicher, sondern auch krimineller Haftung. Stark betont wurde bei diesen Ausführungen das nationale Prinzip, wie überhaupt die gesamte Emissionsfrage vom Standpunkt des Etatismus aus behandelt wurde, und die begeisterte Aufnahme dieser Gedanken durch Bundesrat Schultheß fand ihren Fortgang nicht nur durch die anderen Mitglieder des Bundesrates, sondern auch durch Angehörige der verschiedensten Kreise: Bank- und Börsenmänner, Gelehrte und Angehörige des Handels und der Industrie äußerten sich in dieser Streitfrage. Doch rekrutierten sich die Anhänger einer eidgenössischen Regelung aus denjenigen, die damals auch einer großzügigen Industriepolitik der Banken das Wort redeten. Die Uneinheitlichkeit in den verschiedenen Ansichten, vielleicht auch die schwer zu erkennende wirtschaftliche Zukunft, war die Ursache, daß man von einer bundesrechtlichen Regelung des Emissionswesens und der Zulassungskontrollinstanzen vorderhand absah, doch ist die Diskussion nicht ganz verstummt, Herr Nationalrat A. Meyer regt neuerdings wieder in Hinblick auf den Kapitalexport eine Regelung dieser Punkte an, er hat allerdings von seinem früheren Standpunkt der eidgenössischen Regelung zurücktreten müssen, die Verhältnisse haben sich geändert und er stellt diese Forderungen, die sich hauptsächlich auf Maßnahmen bez. solcher Valoren, die einen Kapitalexport zuerst begünstigen und dann auf das Absehen von der Beteiligung schweizerischen Kapitals an internationalen Emissionen unerwünschter Art beziehen, nur in zweiter Linie auf, die Frage der Hypotheken dagegen in den Vordergrund[11]).

Wie gestalten sich nun die Verhältnisse der jetzigen Organisation des Zulassungswesens und inwieweit erstreckt sich die Tätigkeit der betr. Stellen in volkswirtschaftlicher Hinsicht? An und für sich bestehen meines Erachtens keine Anlässe zu einer scharfen Kritik, die materiellrechtliche Regelung ist sogar bei den Zürcher und Genfer Behörden eine weitgehendere als bei der formell so überaus sorgfältigen

---

[11]) In dem Vortrag am 18. März 1925 in der „Volkswirtschaftlich-Statistischen Gesellschaft des Kantons Bern", dem viele Angehörige der Bankenwelt zuhörten, wies A. Meyer nur kurz auf diese Punkte hin. Die in der Finanzrevue vom 7. Januar 1925 noch erwähnte Forderung Meyers nach einem Vetorecht des Bundes bei der Einführung neuer Werte des Auslands wurde zwar auch diesmal gemacht, aber auf eine Äußerung in der Diskussion, daß im neuen Aktienrecht wahrscheinlich eine größere Publizität verlangt wird, und dann auf eine weitere Äußerung, die noch näher zu besprechen ist, daß ein Zusammengehen der Börsen zwecks Einheitlichkeit der Regelung des Zulassungswesens angebahnt ist, wird Meyer diese Punkte als erledigt nicht mehr behandeln und die Diskussion um das Zulassungs- und Emissionswesen von selbst verstummen, sobald praktische Folgen der angedeuteten Maßnahmen zustande kommen.

in Basel. Eine Garantieübernahme für die Güte der Effekten seitens der prüfenden Organe ist von vornherein abzulehnen, obschon unvermeidbar ist, daß die von denselben geprüften Prospekte, Statuten und Jahresberichte als staatlich abgestempelt vom Publikum aufgefaßt werden, die Unwissenden darin eine Garantieleistung erblicken. Es kann auch nicht im geringsten eine solche Garantie befürwortet werden, denn es ist die Aufgabe der Zulassungsstellen, ein Werturteil über das Papier abzugeben, das soll dem Publikum überlassen werden, lediglich die Unterlagen hat die Zulassungsstelle herbeizuschaffen und so die Allgemeinheit in den Stand gesetzt werden, die Prüfung selbst vorzunehmen [12]). Daran ändert auch die Tatsache nichts, daß die betreffenden Organe, über den Rahmen einer bloßen Beschaffung von Informationen hinausgehend, Zurückweisungen von Papieren vornehmen, sobald dieselben als unerwünscht für die Zulassung angesehen werden. Es ist geradezu ein Privileg der selbständigen Entscheidung über die Zulassungen, das sich die Börsen ausbedingen, ausbedingen müssen. Niemand hat ein Recht auf Zulassung, selbst das Genügen der Anforderungen durch die beigebrachten Grundlagen schließt noch keinen Anspruch auf Zulassung ein. Darfür spricht auch das Ausschlußrecht der staatlichen Organe (Basel), ferner das Widerspruchsrecht des „Effektenbörsenvereins" in Zürich und die Entscheidungsgewalt der Genfer „Société des Agents de Change" [13]). Die Angabe von Gründen bei der Ablehnung des Gesuchs oder bei Nachforderungen ist nicht bestimmt, es liegt also im freiesten Ermessen der betreffenden Behörden, was sie zulassen wollen und was nicht. Sie dürfen die Herbeischaffung von Nachweisen immer verlangen, selbst wenn dadurch über sämtliche reglementarische Bestimmungen hinausgegangen wird, und sie können bei der Prüfung wirtschaftspolitische, rechtspolitische oder staatspolitische Erwägungen in Betracht ziehen, um so mehr als ihnen eine materiellrechtliche Vorschrift in dieser Hinsicht mangelt, sie sind also nicht gebunden an die Nuruntersuchung der gesetzlich geforderten Grundlagen, ihre Entscheidung ist frei von aller Regelung durch Normen. Aus letzteren selbst lassen sich allerdings gewisse zu beachtende Einzelfunktionen deutlich erkennen. Zunächst handelt es sich um eine Prüfung der eingereichten Urkunden, als Grundlagen der Zulassung, weiterhin ist die

[12]) Bericht Basel a. a. O.: „... andererseits kann dem Staat keine, wenn auch nur moralische Verpflichtung für Vornahme einer sehr eingehenden Prüfung auferlegt und damit dem Publikum die eigene Prüfungspflicht quasi abgenommen werden." — Das ändert nichts daran, daß sich der Staat doch verpflichtet fühlt und der „Börsenkammer" auch eine solche moralische Verpflichtung auferlegt. Gerade das Prüfungswesen ist eines der empfindlichsten Punkte und aus diesem Grunde eine eingehende Betrachtung erforderlich.

[13]) Vgl. die reglementarischen Vorschriften der 3 Börsen bezüglich der Aufstellung von Forderungen.

Emission selbst zu prüfen und zu berücksichtigen, ob die Interessen der Allgemeinheit nicht dadurch verletzt werden oder eine klar zutage tretende Schädigung des Publikums vorliegt. Bei einem positiven Ergebnis in Prüfung dieser Fragen ist eine Zurückweisung unbedingt vorzunehmen, und wenn das Papier schon kotiert ist, die Schädigung sich erst später ergibt, so besteht die Notwendigkeit der Zurücknahme der Zulassung durch Widerruf oder bei partieller Gefährlichkeit des Wertes die Beschränkung des Handels desselben auf den Kassamarkt. In diesen zweifellosen Fällen der Schädlichkeit durch schwindelhafte Gründung oder sonstige fehlerhafte Eigenschaften des Effekts ist die Ablehnung obligatorisch, doch kann auch in weniger zweifelsfreien Fällen die Zulassungsstelle das Wertpapier auf seine Bonität prüfen, wenn auch nur indirekt durch die Prüfung des Prospektes, um dem Publikum Material zur eigenen Prüfung zu versorgen, und so die rechtlichen und effektiven Verhältnisse dartun. So ist nach der „Finanzrevue vom 7. Jan. 1925" die Zahl der wegen Mangel an Aussicht zurückgezogenen oder unterlassenen Zulassungsanträge viel größer als die Zahl der durchgezwängten unerwünschten Zulassungen. Die „Finanzrevue" schreibt: „Die autonomen Börsenbehörden sowohl als auch die staatlichen Aufsichtsinstanzen in Zürich, Basel und Genf sind nicht ganz so ohnmächtig und untätig, wie viele Leute glauben. Man muß nur die ausländischen Finanzblätter regelmäßig lesen, um zu vernehmen, wie häufig die Einführung einer ausländischen Aktie an einer schweiz. Börse als bevorstehend angekündigt wurde und wie häufig sich dieses bevorstehende Ereignis nicht verwirklichen ließ." Die von Max Weber[14]) ausgesprochene Befürchtung, allerdings nur für deutsche Verhältnisse ausgesprochen, aber doch zu beachten, daß die Prüfung gerade da, wo Sachkunde ernstlich mitspricht, von den Schultern des sachkundigen Börsenhändlers auf die des nicht sachverständigen Publikums abgewälzt wird, darf also für die Schweizer Verhältnisse als nicht zutreffend abgelehnt werden. Wichtig ist ferner die wechselseitige Einwirkung der verteilten Kompetenzen zwischen Staat und Genossenschaft, in Basel allerdings wenig hervortretend, aber doch sonst bemerkbar, wodurch ein enger Konnex der privatwirtschaftlichen mit den volkswirtschaftlichen und eventuell staatspolitischen Interessen hergestellt wird. Um eine durch die Gewaltenverteilung auch mögliche Dissonanz zu vermeiden, heißt es auch hier: enges Zusammengehen von Staat und Genossenschaft, Einheitlichkeit in der Leitung im Interesse der Allgemeinheit.

---

[14]) Max Weber a. a. O. Bd. 45 S. 82.

§ 20.

Die Kursfeststellung.

Die wichtigste Funktion, die die Börse ausübt, ist die Bildung eines Marktpreises, der für alle Einheiten derselben Gattung Geltung hat. Darum widmen die Normativvorschriften der Feststellung desselben ihre Aufmerksamkeit und regeln das dabei zu beobachtende Verfahren genau. Von den Gesetzen bringt das Genfer allein genauere Vorschriften über das Zustandekommen des Kurses, in Basel und Zürich sind diese Bestimmungen ausschließlich den Reglementen vorbehalten. Der Kurs wird bestimmt aus dem Resultat der an der Börse stattfindenden Kauf- und Verkaufsgeschäfte sowie der Angebote und Nachfragen (Loi Art. 2). Die Börsenpreisbildung liegt ausschließlich in der Macht der Agents de change, nur die von diesen genannten Preise finden Berücksichtigung bei der Kursfeststellung (Loi Art. 3). Ebenso liegt in Basel und Zürich die Börsenpreisbildung in den Händen der Börsenvermittler. Bei der Feststellung der Kurse finden besondere Regeln Geltung.

Zunächst ist in Genf der Börsenkommissär als feststellendes Organ vorgesehen (Loi Art. 3). Er ruft die ihm von den agents de change mitgeteilten Preise laut aus und redigiert das Kursblatt gleich nach der Börse. Dabei verliest er in Gegenwart aller Beteiligten nacheinander die Namen der Wertpapiere, in denen Abschlüsse stattgefunden haben, und stellt die endgültigen Preise fest (Règl. Art. 5). Er hat also nur die bestätigende, endgültig formulierende Tätigkeit bei der Börsenpreisbildung inne. Der auf diese Weise redigierte Cote wird öffentlich ausgehangen, und zwar im Börsenlokal, unter der Verantwortlichkeit des Börsenkommissärs (Règl. Art. 6). Dabei hat dieser verschiedene Vorschriften zu beachten, teils positiver, teils negativer Art. So die Bestimmung, daß alle nichtuntersagten Werte in das Kursblatt aufgenommen werden müssen (Règl. Art. 7), weiterhin die, daß bei Termingeschäften nur Abschlüsse festzuhalten sind, bei denen Werte von einer bestimmten Mindestanzahl oder Mindestsumme gehandelt worden sind (Règl. Art. 8). Das Komitee hat sich das Recht vorbehalten[1]), die Kotierung eines Kurses zu untersagen, wenn derselbe nicht dem Angebot und der Nachfrage entspricht. Außerdem stellt die „Société des Agents de Change" in einem Spezialreglement (vom 1. 1. 1923) die näheren Bestimmungen auf, nach denen die Einteilung des Kursblattes erfolgt, denn dasselbe wird von ihr herausgegeben[2]); weitere Regelungen

---

[1]) R. Lüscher-Burckhardt S. 143.

[2]) R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 119: „Der Druck des Kursblattes ist an die Zeitung ‚Tribune de Genève' verpachtet, doch kann die

erfahren die Bestimmungen bez. der Lieferung der gehandelten Valoren.

Ähnlich sind die Vorschriften in Basel und Zürich, nur tritt hier an Stelle der Preisregistrierung durch den Börsenkommissär der Börsenschreiber. Derselbe trägt in Basel sämtliche Abschlüsse in das Börsenregister ein, sofern ihm dieselben mitgeteilt worden sind. Das Kursblatt selbst wird auf Grund dieser Eintragungen vom Börsenschreiber und dem Delegierten der „Börsenkammer" täglich nach Schluß der Börse aufgestellt (A.R. § 7). Der Börsenkommissär beglaubigt dasselbe durch Unterschriftsgabe. Ebenso verhält sich die Kursfeststellung in Zürich (BO. 4, 5), nur daß hierbei der Lesung das kontrollierende Mitglied des „Effektenbörsenvereins" mitwirkt (BO. 17) und das verifizierte Originalkursblatt vom Staatskommissär, dem kontrollierenden Mitgliede und dem Börsenschreiber [3]) unterzeichnet wird (BO. 19) und dem Börsenkommissär ein unterzeichnetes gedrucktes Kursblatt auszuhändigen ist [4]). Nach Unterzeichnung des Originalkursblattes dürfen weder Änderungen vorgenommen werden, noch Zusätze gemacht oder Streichungen vorgenommen (BO. 20). Die Kursfeststellung geschieht also an allen drei Börsen unter dem Einhalten des Grundsatzes der Öffentlichkeit.

Um ein sicheres Bild der Marktlage zu gewinnen und richtige Kurse zu veröffentlichen, werden alle Abschlüsse, die den Vorschriften gemäß stattfinden, notiert. Die große volkswirtschaftliche Bedeutung des Börsenpreises liegt klar auf der Hand. Besonders bez. des Aktienwesens, das durch seine vorteilhaften Anlagemöglichkeiten und der Leichtigkeit der Veräußerung der Besitztitel einen so gewaltigen Aufschwung und Umfang genommen hat, war das Bestehen eines festen,

---

Société des Agents de Change sich jederzeit zurückziehen. Die ‚Tribune' druckt das Kursblatt und die offiziellen Beifügungen der Société des Agents de Change gratis und gibt an die Agents de Change eine gewisse Anzahl von Exemplaren gratis ab. Was sie darüber hinaus für den Versand an ihre Korrespondenten gebrauchen, wird ihnen zu einem reduzierten Preis abgegeben, im übrigen behält die ‚Tribune' den ganzen Nutzen, den sie durch Abonnements, Einzelverkauf usw. erzielen kann."

[3]) Antrag des Regierungsrates zum Gesetzesentwurf vom 14. Juli 1910: „Bisher wurde der Börsenschreiber von den Börsenagenten gewählt. Dieses Abhängigkeitsverhältnis kann den Börsenschreiber gelegentlich in Situationen bringen, die im Interesse seiner Selbständigkeit ihm besser erspart bleiben. Er soll jeglichen Zumutungen gegenüber aufrecht stehen können. Es kommt diesem Funktionär die Notierung und Veröffentlichung der Kurse zu; er muß also selbständig sein."

[4]) R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 145: „Als eine Besonderheit von Zürich soll schließlich noch angeführt werden, daß diejenigen Firmen, welche Kursblätter, Kurskarten, Kursberichte versenden, gehalten sind, je ein Exemplar unmittelbar nach Erscheinen dem Börsenkommissariat zuzustellen."

d. h. für alle gültigen Preises durch die Kursveröffentlichung die Grundlage oder noch besser die Voraussetzung. Auf Grund der Börsennotierung ist es überhaupt erst möglich, ohne Schwierigkeiten und Förmlichkeiten die einzelnen Kapitalanteile — Aktien — jederzeit zu versilbern. Der Börsenpreis ist aber nicht nur für den tatsächlichen Käufer oder Verkäufer von Interesse, sondern bietet jedem, der sich an einem Papiere interessiert, eine gute Orientierung der Marktlage sowohl, als auch in gewisser Hinsicht des Wertes der Unternehmung. Verstaatlichung der Kursblattausgabe und Staatskontrolle bei der Börsenpreisbildung geht auf diese volkswirtschaftliche Bedeutung zurück.

Nicht nur für die Börsengeschäfte, nicht nur für den Wertschriftenhandel an sich, sondern auch für andere Geschäftsarten bildet der Börsenpreis die Grundlage für die Bewertung der Effekten. Es ist deshalb erklärlich, wenn das Gesetz diesen Börsenpreis als Grundlage für unmittelbare und mittelbare mit der Börse in Berührung stehende Geschäfte annimmt und seiner außerhalb der Börsengesetze in verschiedenen Bestimmungen erwähnt wird. Nicht mehr als natürlich ist es, wenn ihm besondere Aufmerksamkeit geschenkt ist bei den Normativvorschriften über das Kommissionsgeschäft und besonders des Selbsteintritts des Kommissionärs. So bestimmt OR. Art. 426: „Bei Kommissionen zum Einkauf oder Verkauf von Waren, Wechseln und anderen Wertpapieren, die einen Börsenpreis oder Marktpreis haben, hat der Kommissionär das Recht des Selbsteintritts. Ebenso ist er verpflichtet, den zur Zeit der Ausführung des Auftrages geltenden Börsenpreis in Rechnung zu bringen." Wichtig ist ferner der Börsenpreis bei der abstrakten Feststellung des Liquidationspreises im Falle des Deckungskaufes oder Selbsthilfeverkaufes, bei Zeitgeschäften, indem einfach der laufende Kurs, der am Erfüllungsort zur Erfüllungszeit gilt, als Grundlage angenommen wird und daraus der Schadenersatzanspruch berechnet wird (OR. Art. 191, 215). Hat die Ware — Effekten — einen Börsenpreis, so ist anstatt öffentlicher Versteigerung der freihändige Verkauf zugelassen (OR. Art. 93) [5]).

§ 21.

Das Schiedsgericht.

Eine der nicht zu den wesentlichen gemeinschaftlichen Bestandteilen der Börse gehörende Einrichtung ist das Schiedsgericht, und doch kommt ihm gleichfalls eine nicht unwichtige Stellung im Börsenorganismus zu. Es liegt in der Natur des kaufmännischen Verkehrs

[5]) Vgl. F. Schmidt a. a. O. S. 105 f.

an sich, daß man den Prozessen vor den ordentlichen Gerichten keine allzu große Begeisterung entgegenbringt, gilt doch für den Kaufmann das Wort „Zeit ist Geld" mehr als für alle anderen, und die Kaufleute sind sich wohl bewußt, welche Schwierigkeiten es dem immerhin nichtsachverständigen Richter bereiten muß, sich aus der Überzahl der durch eine raffinierte Handelstechnik ausgebildeten Gebräuche ein klares Bild zu machen und sich aus diesen Feinheiten und Einzelheiten die richtigen und notwendigen Unterlagen für ein gerechtes Urteil zu sammeln[1]). Dazu kommt der meist nicht geringe Betrag der Kosten und der große Aufwand an Mühe und Zeit, die es dem Kaufmann nahelegen, sich selbst Gerichte zu schaffen, die nach seiner Meinung eine richtigere, oder besser schnellere Regelung der Angelegenheit bringen.

Wenn schon im allgemeinen Handelsgeschäftsverkehr der gerichtliche Instanzenweg als nicht genehm empfunden wird, um so mehr kommt der Börsengeschäftsmann notwendigerweise zum Schiedsgericht, denn an der Börse, wo alles nach Typisierung drängt, die Typisierung gerade die Individualität der Börse bedeutet, ist eine solche Institution von größtem Vorteil. Wegen der Bedeutung des Börsengeschäftsverkehrs bes. für die Allgemeinheit hat auch der Staat als Vertreter letzterer ein großes Interesse an der reibungslosen und ungehinderten Entwicklung der Börse. Nach Max Weber bildet in England die schleunige Korporationsgerichtsbarkeit die Krönung der autonomen Verkehrsreglementierung[2]), und es ist nur eine logische Folgerung, daß die Genfer „Société des Agents de Change" auch darin ihrem Londoner Vorbild nacheifert uund sich durch diese weitere Sonderstellung dem Staatseinfluß zu entziehen sucht.

Zu den geschilderten Übelständen des Instanzenweges der Gerichte für Streitigkeiten aus Börsengeschäften kommt noch, daß bei denselben leicht die Möglichkeit von schikanösen Einwendungen besteht[3]). Der Ausschluß derselben ist natürlich bei intern gebildeten Schiedsgerichten schon deshalb garantiert, weil den als Richter funktionierenden Börsenmann die Beurteilung der Lage und des persönlichen Momentes keine

---

[1]) Vgl. F. Schmidt a. a. O. S. 12.

[2]) Max Weber a. a. O. Bd. 43 S. 105: „Der berufsmäßige Börsenhändler ist so fast in allen Beziehungen seines Gewerbebetriebs dem gemeinen Recht entzogen und mit einem als Standesrecht autonom entwickelten Sonderrecht privilegiert."

[3]) Max Weber a. a. O. Bd. 43 S. 140: „Abgesehen von der Kostenersparnis (auch da, wo das Schiedsgericht Kosten erhebt) ist es namentlich die Möglichkeit der a limine Beseitigung von Einwendungen, deren schikanöser Charakter dem Praktiker aus der unmittelbaren Anschauung des Verkehrs heraus ersichtlich wird, welche den Vorzug des Schiedsgerichtes bildet. Darunter dürfte sich wohl der im Munde eines Berufshändlers stets schikanöse Differenzeinwand befinden."

Schwierigkeiten bietet, und die Entscheidung wird sich so in den meisten Fällen auf den Boden der Tatsachen stellen.

In Genf ist die schiedsrichterliche Gewalt in die Hände des Comité de direction gelegt, alle Streitigkeiten der agents de change über Börsenangelegenheiten werden ihm zur Erledigung übergeben (Sts. Art. 18 I). Gelingt ihm eine Beilegung durch Einigung der Parteien nicht, so beurteilt es den Streitfall, indem es erst in Einzelverhören der Parteien, dann im Gesamtverhör und zugleich der Hauptverhandlung sich über die Sachlage Kenntnis verschafft. Seine Entscheidung ist von unwiderruflicher Geltung und zieht die obligatorische Unterwerfung nicht nur der Parteien, sondern auch sämtlicher Genossenschafter nach sich — genau wie in London (Sts. Art. 18 II). Da das Statut über die materiellrechtlichen Befugnisse des Schiedsgerichtes keine Auskunft gibt, ergibt sich die analoge Anwendung der Kompetenzen desselben als Vorstandsorgan und Börsenehrengericht, und dem Präsidenten ist auch hier der Vorsitz zugewiesen. Weiterhin darf analog gefolgert werden, daß der Sekretär als quasi Gerichtsschreiber funktioniert und die Urteile von ihm festgehalten werden, wie dies nach dem Statut Art. 15 für alle anderen Beschlüsse des Komitees vorgeschrieben ist. Die Urteilsbestimmung wird dann durch Stimmenmehrheit stattfinden.

Einen ganz anderen Charakter hat das Börsenschiedsgericht in Basel. Man kann sagen: viel feierlicher, viel bureaukratischer und doch derselbe Endeffekt. Es besteht aus einem Obmann und seinem Stellvertreter, gewählt von der Börsenkommission, und zwei Schiedsrichtern sowie deren Ersatzmännern, gewählt durch die „Börsenkammer". Die Amtsdauer ist für 1 Jahr festgesetzt. Der Entscheid über kleinere Streitigkeiten kann durch den Staatskommissär getroffen werden, doch haben die Betreffenden fakultativ das Recht, die Angelegenheit vor das Börsenschiedsgericht zu bringen. Dieses m u ß zusammentreten, sobald dies von einer der streitenden Parteien oder vom Staatskommissär gewünscht wird. Letzterer hat also die Möglichkeit der Abwälzung jeder Verantwortung und so seine Amtstätigkeit als Aufsichts- und Kurskontrollorgan ungehindert auszuüben (A.R. § 10 I—III).

Das Schiedsgericht muß möglichst schnell seine Entscheidung treffen, wenn immer möglich, vor Beginn der nächsten Vormittagsbörse. Es ist berechtigt, sowohl die staatlichen Organe der Börse als auch die Mitglieder der „Börsenkammer" zwecks Auskunft als Zeugen zu vernehmen. Für die Zusammensetzung des Schiedsgerichtes gilt das Prinzip der Vollständigkeit, bei Unvollständigkeit infolge Verhinderung der Mitglieder oder sonstigen Hinderungsgründen werden die nötigen Ersatzmänner für jeden einzelnen Fall durch den Präsidenten der Börsenkommission bzw. seinen Stellvertreter gewählt. Seine Entschei-

dung gilt als endgültiges Urteil, eine Weiterziehung ist unmöglich. Das gefällte Urteil kann für spätere ähnliche Fälle zugrunde gelegt werden [4]) (A.R. § 10 IV—VIII).

In Zürich entscheidet das Schiedsgericht, dessen Urteile ebenfalls endgültige Wirkung haben, in allen Streitigkeiten aus Geschäftsabschlüssen unter den Mitgliedern des „Effektenbörsenvereins", das Prinzip ist ziemlich dasselbe wie in Basel. Es wird gebildet aus einem Obmann und dessen Stellvertreter, gestellt von Mitgliedern des „Zürcher Obergerichtes", und 2 bzw. 4 Schiedsrichtern, wobei die letzteren 6 durch die ordentliche Generalversammlung aus der Reihe der Mitglieder des Vereins wie die ersteren auf ein Jahr gewählt werden (Stn. § 23 I—III). Diese Heranziehung von praktischen Juristen hat sehr viel für sich, denn einerseits werden nicht nur die börsenrechtlichen Regeln in Betracht gezogen, sondern auch anderen Normen Beachtung geschenkt, die Börseaner gleichsam mit den juristischen Anschauungen bekannt gemacht, die Juristen aber bekommen einen tiefen Einblick in das Wesen des Börsensonderrechts, sie werden dadurch sachverständig und vertraut mit einem ihnen sonst fernliegenden Gebiete. Dies ist deshalb sehr wichtig, weil bei den verschiedenen Beratungen über die Börsengesetzgebung die Juristen wegen ungenügender Sachkenntnis und die Börseaner wegen ungenügender Rechtskenntnis zu keinem ersprießlichen Zusammenarbeiten kommen konnten, die Anschauungen gingen auseinander und nur mit großer Mühe konnten die Gegensätze überbrückt werden. Eine derartige Einrichtung, wie sie im Zürcher Börsenschiedsgericht gebildet ist, kann viel zur Hebung dieser Mängel beitragen, dies wird sich sehr vorteilhaft bei einer späteren Börsengesetzgebung zeigen, indem die Börsenverhältnisse und das Börsenrecht von einem einheitlicheren Standpunkte aus betrachtet werden können.

Zürich bietet als einzige Börsenorganisation Grundsätze des Verfahrens des Schiedsgerichtes. Es sieht zwei Schiedsrichter vor bei Streitigkeiten bis zur Höhe von 5000 frs., bei höheren Beträgen deren vier. Im ersteren Falle kann jede Partei zwei der Schiedsrichter, im letzteren je einen ablehnen. Den Stamm bilden die 6 Schiedsrichter, und aus ihnen ist die Wahl zu treffen, bei Nichtablehnung werden die zu amtenden durch das Los bestimmt. Der Obmann ernennt den Sekretär

---

[4]) R. Lüscher-Burckhardt a.a.O. S. 144: „Alle diese weitläufigen Bestimmungen haben sich bis jetzt — 1914 — als überflüssig erwiesen, indem seit Inkrafttreten des Börsengesetzes, also innerhalb 15 Jahren, das Schiedsgericht nicht ein einziges Mal zusammengetreten ist. Kleine Differenzen wurden jeweilen durch das Dazwischentreten des Börsenkommissärs sofort in befriedigender Weise erledigt." Das spricht sehr für den guten Geist der „Basler Börsenkammer", ändert aber durchaus nichts an der wichtigen Stellung eines Börsenschiedsgerichts.

des Schiedsgerichts, das Urteil wird also — wie wahrscheinlich auch in Genf — schriftlich festgelegt. Merkwürdigerweise sagen die Basler Bestimmungen darüber nichts, es muß also angenommen werden, daß das mündliche Urteil genügt. In jedem einzelnen Falle werden durch das Schiedsgericht die Entschädigungen für dessen Mitglieder: Obmann, Schiedsrichter und Sekretär, festgestellt (Stn. § 23 IV—X). — Vor Beginn der Verhandlung werden die Parteien zu einem Sühneversuch eingeladen (Stn. § 24). Die Eingabe der Klage und Klagebeantwortung hat in Doppel an den Obmann zu geschehen. Das Verfahren soll ein beschleunigtes sein und sich möglichst demjenigen des Zürcher Handelsgerichts anpassen. Der Schiedsrichter übermittelt dem Vorstande des „Effektenbörsenvereins" eine Kopie des Urteils (Stn. § 25).

Der an allen drei Börsen durchgeführte Grundsatz des endgültigen Entscheids und der daraus hervorgehenden Ausschließung jeden anderen Rechtsmittels ist der denkbar größte Vorteil für den Börsengeschäftsverkehr. Die Betonung des Sachverständigenmomentes gibt die Gewähr für eine sachliche Erledigung.

V. Börsenherrschaft der Banken?

§ 22.

Die Konzentration im schweizerischen Bankwesen und ihre Einwirkungen auf die Börsen.

Die neue Zeit hat auch auf dem Kapitalmarkt Umwälzungen gebracht, die Träger desselben haben zum großen Teil gewechselt. Den Effektenbörsen ist jetzt in den Großbanken eine starke Konkurrenz erwachsen. Die neue Erscheinung der Zusammenballung von gewaltigen Kapitalmengen in den Händen einiger weniger ist zu erklären aus der sich immer mehr vordrängenden Tendenz, die Konkurrenz der vielen Einheiten zu beseitigen und nur noch große Zentren von Wirtschaften zu bilden und diesen Monopolstellung zu verschaffen. Dieser Vorgang der Konzentration machte sich zunächst notwendig auf dem Gebiete der Industrie, die Bildung von Großindustrien fand ihren Fortgang in der Bildung von Kartellen und Trusts. Erst aus der Bedingtheit einer Vereinigung der sich sonst im freien Wettbewerbe bekämpfenden und totmachenden Unternehmen heraus entstanden, nahmen diese Interessengemeinschaften bald nicht mehr die Form von Notkartellen an, als man den Vorteil des Zusammenschlusses erst erkannt hatte, bildete man bald solche Vereinigungen des größeren Gewinnes, des Monopols wegen. Es war nicht mehr als natürlich, daß sich dieser Konzentration in Industrie und später auch im Handelswesen eine Konzentration im Bankwesen anschloß, denn als Kreditgeber und Vermögensverwalter der Großindustriellen mußten sich die Banken zu einer solchen entschließen, wollten sie den gesteigerten Anforderungen Genüge leisten. Dazu kam noch die Entstehung neuer Industrien, wie der Elektrizitätsindustrie, durch die die Banken gleichfalls aufs stärkste beansprucht wurden, denn hier waren riesige Kapitalien erforderlich, die zunächst keine Amortisation aus dem Gewinn finden konnten, und der Kredit der Banken wurde im größten Maße benötigt. In den Beteiligungs- und Lieferungsgesellschaften entstanden neue wirtschaftliche Gebilde, die sich entweder aus der Unierung von Industrie und Banken bildeten, oder die industriellen Unternehmen schufen selbst Banken, die sog. „holding companies" entstanden. Das Gründungs- und Emissionsgeschäft bildet heute die Haupttätigkeit einiger Großbanken[1]).

[1]) Plucer-Sarna, Die Konzentration im schweiz. Bankwesen S. 167: „Die Konzentrationsbewegung im Handel und in der Industrie der Schweiz

Trotzdem der wechselseitige Einfluß von Industrie und Bank bei den Konzentrationsvorgängen so bedeutend ist, nahm die Zusammenballung bei beiden einen verschiedenen Verlauf. Bei den Großbetrieben der Industrie liegt eine Konzentration im technischen Sinne vor, das organisatorische Moment dagegen spielt fast allein im Bankwesen die Hauptrolle. Die Konzentration im Bankbetrieb ist durch die Dezentralisation bedingt. Daraus ergeben sich auch die Verschiedenheiten in der Stellung der Großbetriebe gegenüber den Klein- und Mittelbetrieben. Die daraus entstehenden Vorteile sind andere. Bei der Großindustrie handelt es sich mehr um eine Beherrschung, bei der Großbank mehr um eine Schaffung des Marktabsatzes. Es muß wundernehmen, daß trotz der mit einer Konzentration parallel gehenden Vorteile und der in der Schweiz durch die natürliche Lage und die differenzierten Ortsgebräuche begünstigten Zusammenfassung im Bankbetriebe erst im Anfang des 20. Jahrhunderts solche Bankenkonzentrationen einsetzten und auch dann nur im kleinsten Maße. Die „Eidgenössische Bank" und der „Schweizerische Bankverein" waren die einzigen Institute, die Filialen besaßen[2]). Doch bald machte sich die Notwendigkeit bemerkbar, die Konzentration durch gleichzeitige Dezentralisation konnte nicht mehr länger hintangehalten werden. Besonders Zürich war es, das auch hierin dem deutschen Volke folgte, und nachdem die „Schweizerische Kreditanstalt" in Zürich zur Errichtung einer Zweiganstalt in Basel geschritten war, folgten bald alle anderen größeren Institute. Dieser Anstalt hat Züricht viel zu verdanken, ihren Bemühungen ist es gelungen, den Platz zu heben, das Anlagegeschäft der ganzen Ostschweiz dem Platze Basel zu entreißen[3]).

Durch den Konzentrationsvorgang im Bankwesen sind zunächst erst Zürich und dann auch Basel Sammelstätten des Effektenhandels geworden, die Kreditinstitute dieser Plätze, die Großbanken, haben heute die führende Stellung auf dem Kapitalmarkte. Auch in der

nahm seit Beginn des 20. Jahrhunderts größere Dimensionen an, also um die gleiche Zeit, wo die nämliche Bewegung auf dem Gebiete des schweiz. Bankwesens in Gang kam. Die gemeinsame Grundlage für den sich vollziehenden Prozeß der Kapitalkonzentration auf den beiden Gebieten war der fast ununterbrochene Aufschwung auf den sämtlichen Gebieten der Schweizer Volkswirtschaft, welcher von der Mitte der 90er Jahre bis in das Jahr 1907 hinein dauerte. Die Konzentration im Handel und der Industrie hatte ihre eigene selbständige, von derjenigen der Bankenkonzentration unabhängige, allgemeine wirtschaftliche und besonders technische Ursache. Die allgemeinen Gründe für die Kartellierung in der Industrie und im Handel waren auch für die Bankenkonzentration bestimmend; dagegen waren die besonderen technischen Faktoren auf den beiden Gebieten verschiedene und bewirkten auch eine verschiedene Ausgestaltung der Bewegung auf den beiden Zweigen der wirtschaftlichen Tätigkeit."

[2]) Vgl. H. Kurz, Die Großbanken im schweiz. Wirtschaftsleben S. 9.

[3]) R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 82 f. gibt eine eingehende Würdigung der Tätigkeit der „Schweizerischen Kreditanstalt".

Schweiz bereiten sich Umwälzungen vor, wie fast an allen Handelsplätzen des Kontinents eine Transformation des Effektenmarktes stattfindet.

Die Frage taucht auf: Ist die Börse in der Schweiz im Begriff, ihre Ehrenstellung zu verlieren? Es ist Tatsache, daß auch in der Schweiz, wie in vielen anderen Ländern, die Zunahme von Wertschriften nicht mit der Zunahme von Transaktionen an der Börse gleichgeht, daß das Börsengeschäft keinen Aufschwung genommen hat, seitdem die Konzentration in der Bankwelt eingesetzt hat, die Möglichkeit einer Schädigung gegeben ist. Die Konkurrenz der Großbanken ist darum wohl zu befürchten, die Frage ist also sehr berechtigt.

Den Kreditinstituten ist besonders durch ihre Emissionstätigkeit eine Vorrangstellung gegeben[4]); denn der Kapitalbedürftige bedient sich nicht ohne weiteres der Börse, er nimmt lieber die Vermittlung der Banken in Anspruch, sei es, daß er mit den Börsenverhältnissen zu wenig vertraut oder seine Kreditwürdigkeit dort zu wenig bekannt ist. In den meisten Fällen kommt dazu noch die Industriepolitik der Großbanken[5]). Im Anfang bildeten die Gründungsbanken denn auch nur die notwendige Ergänzung der Börse; es ist jetzt durch ihr Wachstum und ihr gesteigertes Ansehen, vor allem durch ihren Emissionskredit[6]), die Möglichkeit gegeben, daß sie aus der untergeordneten Stellung in die übergeordnete rücken, die nebengeordnete haben sie schon seit langem zu behaupten gewußt.

---

[4]) H. Leutenegger, Das Anleihe-Emissionsgeschäft S. 48: „In der Schweiz ist der Verkauf an der Börse als Weg für die erstmalige Placierung von Obligationen unbekannt. Bei uns gelangen die Anleihetitel erst zur Kotierung an der Börse, nachdem die Papiere durch die Banken im Publikum untergebracht sind; der Erfolg einer Emission ist um so größer, je weniger nach durchgeführtem Subskriptionsverfahren die Börse zur Placierung der Titel in die letzte Hand in Anspruch genommen werden muß. Selbst für die Ausgabe von Aktien, für die sich die börsenmäßige Regelung besser eignet als für die Emission festverzinslicher, in erster Linie zur dauernden Kapitalanlage bestimmter Titel, hat die Börse als Emissionsorgan eingebüßt. In der Schweiz erfolgt auch die erstmalige Placierung von Aktien in der Regel durch die Banken."

[5]) O. Vogt, Zur Industriepolitik der schweiz. Großbanken S. 58: „Wenn wir bedenken, daß von den 74 an den schweiz. Börsen kotierten Aktien schweiz. Industriegesellschaften mindestens zwei Drittel sich aus Gesellschaften rekrutieren, die entweder ihres finanziellen Aufbaues, ihrer Größe oder sonstigen Position innerhalb der einheimischen Industrie wegen nicht zu befürchten brauchen, in die völlige Abhängigkeit einer Großbank oder Großbankengruppe zu gelangen, so werden wir auch von einer ‚Börsenherrschaft der Großbanken' mit ebenso großer Vorsicht sprechen müssen ..." Was ist aber, wenn Großbanken und Industrie zusammen reiten und so auf die Börse einwirken?!

[6]) Max Weber a. a. O. Bd. 45 S. 82: „Den darauf beruhenden Emissionskredit schützen die Banken mit Recht als ihr wesentlichstes Immaterialgut."

Neben diesem Emissionskredit [7]) und der darauf beruhenden Tätigkeit beim Plazement wirkt sich die Konkurrenz der Großbanken auch in ihren Eingriffen in das laufende Börsengeschäft aus. Die Großbanken haben dank der Dezentralisation und der damit verbundenen Schaffung eines großen Kundenkreises auch das spekulierende Publikum in ihre Klientschaft eingeschlossen und dessen Orders laufen in großem Maße bei der Zentralstelle am Börsenplatz ein, so daß für dieselbe die Möglichkeit der Kompensation entsteht [8]).

Weiterhin ist zu beachten die Beeinflussung der Preisbildung an der Börse. Durch die Industriepolitik der Großbanken und ihre daran anschließende Gründertätigkeit liegt es nahe, daß sie nicht nur die Werte emittieren und plazieren, sondern auch weiterhin unter ihren Schutz stellen. Dieses versuchen sie dadurch zu erreichen, indem sie durch Spekulation für eigene wie für fremde Rechnung und durch Einhalten einer bewußten Reportpolitik die Kurve zu beeinflussen

---

[7]) E. Walder-Heene, Die schweiz. Kapitalinteressen und ihr Schutz S. 25: „Mit dem allgemeinen Bestreben des soliden schweiz. Bankwesens, das Vertrauen in den weitesten Volksschichten zu erlangen und zu rechtfertigen, ging Hand in Hand die Stärkung jenes Spezialvertrauens, das man in Fachkreisen mit dem Namen Emissionskredit bezeichnet. Dieses spezielle Vertrauensverhältnis zu wahren, ist eine der vornehmsten Aufgaben einer Bankleitung, ein Prinzip, das ungestraft von keiner Bank verletzt werden darf, die direkt oder indirekt an den öffentlichen Geld- und Kapitalmarkt zu appellieren hat."

[8]) Die Frage der Kompensation ist wohl eine der umstrittensten, manche bestreiten die praktische Möglichkeit, die Ehrenhaftigkeit der Banken soll als Garantie dienen, daß diese Kompensation nicht vorgenommen wird. Andererseits stehen sich Meinungen gegenüber, die Behauptungen sind so vielseitige, daß hier nur einige der kompetentesten angeführt werden. Dafür spricht meiner Ansicht die juristische Ermöglichung der Kompensation, der Selbsteintritt des Kommissionärs gestattet eine solche. Der Präsident des Verwaltungsrates der „Schweizerischen Kreditanstalt" J. Frey sagt darüber in Zeitschr. f. schw. St. u. V. 1916: „Die Effektenbörse ist also nicht mehr der einzige Ort, wo Angebot und Nachfrage für langfristiges Kapital zusammenfließen, und nicht mehr eine für die Finanzierung unserer volkswirtschaftlichen Unternehmen und unsere öffentlichrechtlichen Korporationen notwendige Einrichtung, seitdem der größte Teil aller eigentlichen Anlagen mobilen Kapitals durch die Banken direkt vermittelt wird und auch spätere Umsätze in einem wesentlichen Betrage durch die Banken innerhalb ihrer Kundschaft ausgeglichen und bloß noch die sog. Spitzen an der Börse umgesetzt werden." Nicht so direkt sprechen sich Lüscher-Burckhardt, H. Kurz, Landmann u. a. aus, sie sind alle der Meinung, daß die Börsenherrschaft der Großbanken schon da ist und auch die Kompensation eine gegebene Tatsache bildet (siehe die Anmerkungen dieses Paragraphen). A. Mayor a. a. O. S. 65 schreibt: „Le système de la centralisation des ordres au moyen du grand nombre de succursales réparties un peu partout, conduit le courant financier dans les grandes maisons qui reçoivent par suite une quantité d'ordres de ventes et d'achats sur les mêmes titres; rien n'est alors plus facile pour elles et dans leur intérêt que d'en faire la compensation sans passer par la bourse; seuls les soldes de ces opérations y parviennent maintenant."

versuchen. Sie laufen dabei keinerlei Gefahr, diese verhütet ihre genaue Marktkenntnis und das Vertrautsein mit dem Tatbestande, entweder durch Vornahme von Abschätzungen bei gelegentlich durch sie durchgeführten Emissionen oder wegen der Kreditgabe, und letztens sind sie kapitalkräftig genug, um durch eine gute Risikoverteilung etwaigen Krisen ruhig entgegensehen zu können. Die Großbanken sind so zu den stärksten Trägern der Börsenspekulation geworden. Nicht nur durch eigenes Kapital, sondern auch durch das ihrer Kundschaft versuchen die Banken diese Einwirkung auf die Börsenpreise durchzuführen, ist es doch geradezu allgemeine Ansicht geworden, daß es die moralische Pflicht der Großbanken sei, die durch sie emittierten und plazierten Werte auch in ihrem weiteren Geschick zu überwachen und im Notfalle unterstützend einzugreifen[9]). Dies geschieht schon nach der Einführung eines Papiers, besonders bei gleichzeitiger öffentlicher Zeichnung durch die „Sperre" und die Benachteiligung der „Konzertzeichner", aber auch bei späteren forzierten Verkäufen interveniert die Bank. Durch die Festsetzung des Reportzinses ist eine weitere Beeinflussung der Kurse gegeben, denn dadurch regeln die Banken die Verhältnisse am Kapitalmarkt; denn es ist von der Höhe des Reportzinses abhängig, ob eine Prolongation der Spekulationsgeschäfte ermöglicht wird oder nicht. Von dem Prinzip, das Reportgeschäft nur des Zinses wegen zu betreiben, sind die Schweizer Großbanken schon lange abgekommen, und durch ihre bewußte Politik haben sie die besten Möglichkeiten einer Einwirkung auf die Konjunktur. Kommen wir zur Beantwortung unserer Frage, so sehen wir ihre Berechtigung wohl ein. Es kommt noch die Verschiebung der sonstigen wirtschaftlichen Lage. Nachdem Basel jahrhundertelang die führende Stellung in dem ostschweizerischen Finanzgeschäft gehabt hat, ist ihr das Einhalten ihrer alten Tradition nicht mehr möglich, vom Anlagegeschäft ging der Weg zur Spekulation, und die Großbankkonzentration hat sich auf diesem Platze sehr ungünstig ausgewirkt[10]). Zürich ist

---

[9]) H. Kurz a. a. O. S. 39.

[10]) R. Lüscher-Burckhardt a. a. O. S. 69: „Während ein Schuster-Burckhardt die Börse noch die Seele des Bankgeschäftes genannt und immer die intimste Fühlung mit ihr zu unterhalten verstanden hat, wird ihr heute von den Aktienbanken vielfach eine gewisse Mißachtung entgegengebracht. In Berlin halten es die obersten Spitzen der ersten Banken nicht unter ihrer Würde, täglich die Börse zu besuchen; in Genf lassen sich die großen Bankinstitute nicht nur an der Börse vertreten, sondern jeder einzelne Chef ist anwesend, und durch den täglichen persönlichen Verkehr der leitenden Persönlichkeiten erhält die Börse manche Anregung und bleibt in beständigem Kontakt mit der großen Finanz. Hier ist ein vertrauensvolles Zusammenarbeiten vollständig verloren gegangen, ja oft könnte man glauben, daß sich zwei Interessengruppen entgegenarbeiten. Zwar halten die Großbanken in der Theorie daran fest, daß sie die kleineren Bankhäuser und Börsenfirmen brauchen und an ihrem Erstarken alles Interesse haben, in der Praxis erschweren

jetzt der Knotenpunkt der Industrie, des Handels und auch des Bankwesens für die Ost- und Zentralschweiz. Dagegen ist am Platze Genf der an sich immerhin auch nicht unbedenkliche Einfluß der Großbanken auf das Effektengeschäft noch nicht so bedentend, daß die agents de change zum Verschwinden kommen könnten; dazu die Machtstellung der „Société des Agents de Change" in Betracht gezogen, kann man hier eine Börsenbeherrschung durch die Banken noch vollständig ablehnen.

Wie auch die Sachlage sein mag, die Tatsache bleibt, daß die Börse als zentrales Preisbildungsorgan fortbestehen wird, und das haben auch die Konstitutionen von Börsenvereinen durch Banken in neuester Zeit (Neuchâtel und Freiburg) gezeigt, hier haben die Banken selbst die Form der Börse als unumgänglich gefunden, und diese Stellung wird der Börse wohl auch immer behalten bleiben. Immerhin muß man sich der Forderung H. Kurz' anschließen, daß die Börsen nicht nur als Clearingplatz einiger Großbanken betrachtet werden sollen [11]), sondern im Interesse der Volkswirtschaft eine gesunde, starke Börse zu erhalten ist.

§ 23.

Staatliche Regelung oder Privatinitiative?

Nach dem im vorhergehenden Gesagten könnte angenommen werden, daß es wieder einmal Zeit sei für den Staat, in die Verhältnisse auf dem Kapitalmarkt regulierend einzugreifen. Das wäre aber durchaus verfehlt. Eine Vereinheitlichung des Börsenwesens ist zunächst nicht zu befürworten, denn jeder der drei Börsenplätze hat derartige individuelle Eigenheiten, daß eine Einigung in dieser Hinsicht von keinem guten Resultat begleitet sein würde. Also die Börsen sind am besten der Privatinitiative zu überlassen, und es sind ja auch schon Anzeichen vorhanden, daß die Börsen sich in der Frage der Zulassung selbst einen passenden modus vivendi bilden werden, außerdem wäre ein Staatseingriff nur vorübergehend von Wirkung, denn der Börsenmann

---

sie ihnen aber das Geschäft in mancherlei Weise und suchen deren älteste und treueste Kunden an sich zu ziehen. Bei einigem guten Willen sollte doch möglich sein, daß jeder Teil das Gebiet des anderen achtet, und wenn es gelänge, die engere, ununterbrochene Fühlung zwischen ihnen wiederherzustellen, dann würde sicherlich die Basler Börse einer neuen Periode des Gedeihens entgegengehen." — Die Frage der Börsenherrschaft ist zugleich eine Frage der Konkurrenz zwischen Privat- und Mittelbanken einerseits und Aktienbanken andererseits. Es scheint aber in der Hauptsache so zu sein, daß die Großbanken das internationale Geschäft als ihr Monopol betrachten und die anderen auf den Lokaleffektenmarkt zurückgewiesen werden. In vielen Hinsichten, so über die Wahrheit des Börsenpreises, muß man sich nach Lüscher-Burckhardt für eine Stärkung der schwächeren Bankenkreise und für ihre unbedingte Teilnahme am Börsengeschäftsverkehr anschließen, andererseits ist ihre schwache Finanzlage zu bedenken.

[11]) H. Kurz a. a. O. S. 38.

versteht sich der neuen Sachlage gar bald anzupassen und seine Interessen zu wahren [1]).

Und auch ein Bankenaufsichtsgesetz, wie es 1915/16 erlassen werden sollte, ist nicht angebracht. In Hinsicht auf das Emissionsgeschäft ist zu sagen, daß erstens durch den im Revisionsentwurf vorgesehenen Prospektzwang und daran anschließender Haftung der an der Emission beteiligten Personen und Firmen [2]) der Käufer geschützt wird, und daß zweitens die Schweizer Banken das Emissionsgeschäft nie leicht genommen haben [3]). Ferner muß man die starke Stellung der Schweiz im internationalen Kapitalienverkehr, auf die Großbanken als eigentliche Träger derselben hinweisend, berücksichtigen und bedenken, daß deren Verhalten für Umfang und Richtung des schweizerischen Kapitalexports maßgebend ist (J. Landmann). Die Schweiz ist aber mit beiden Füßen in die Weltwirtschaft gestellt, sie ist auf internationale Beziehungen, unter denen natürlich zuerst kapitalistische stehen, angewiesen, und ihre Stellung als Weltbankier könnte leicht beeinflußt werden durch ein unkluges Vorgehen in rechtlicher Bindung der Bankentätigkeit [4]).

Es ist also an den Schluß dieser Ausführungen zu stellen: Für Banken und Börsen ein Vorgehen nur durch Privatinitiative; die rechtliche Regelung dieser starken Träger der Volkswirtschaft ist nicht angemessen [5]), sie müssen weiterhin stark bleiben, und es ist sogar an der Basler Börse eine weitgehendere Befreiung der Genossenschaft von der staatlichen Bevormundung zu fordern; die Privatinitiative ist voranzustellen, der genossenschaftliche Geist in der Verwaltung und Leitung ist der allein günstige für eine gesunde Entwicklung der Schweizer Börsen. Die Genossenschaft der Börsenagenten, wie sie in der Genfer „Société des Agents de Change" als Muster besteht, fördern und schützen, heißt eine gesunde, solide Basis für das Börsengeschäft schaffen, den Verkehr an der Börse am besten regeln.

---

[1]) W. Stucki a. a. O. S. 38 gibt darüber Auskunft für das Verhalten der Börse zu dem Verbot oder der Einschränkung der Termingeschäfte.

[2]) H. Leutenegger a. a. O. S. 57.

[3]) O. Vogt a. a. O. S. 32.

[4]) H. Kurz a. a. O. S. 46: „Denn tatsächlich ist die Befürchtung nicht abzuweisen, daß von dem Augenblicke an, wo man das in der rauhen Luft des ungehinderten Weltverkehrs groß gewordene schweiz. Bankgeschäft systematisch in Fesseln schlägt, die in der Theorie berechtigt erscheinen mögen, aber vom realen Boden der Praxis aus gesehen nutzlose Hemmnisse darstellen, es den Banken wesentlich schwerer fallen wird, ihre wirtschaftliche Funktion in bisheriger Weise zu erfüllen."

[5]) E. Walder-Heene a. a. O. S. 33: „Je feiner und verzweigter eine wirtschaftliche Institution ist, desto hinderlicher, ja erstickend wirkt die Starrheit jedes Gesetzes. Eine solche Institution aber par excellence ist die Börse und besonders die Schweizer Börsen, die untereinander nach Organisation und Geschäftskreis außerordentlich verschieden sind."